TS. NGUYỄN MINH KIỀU
Khoa Sau Đại học - Đại học Mở TP. HCM và
Chương trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP CĂN BẢN ☆☆

LÝ THUYẾT & THỰC HÀNH QUẢN LÝ ỨNG DỤNG CHO CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

(Tái bản lần thứ hai)

NHÀ XUẤT BẢN THỐNG KÊ
Năm 2010

TÌM ĐỌC TỦ SÁCH TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG CỦA CÙNG TÁC GIẢ
NGUYỄN MINH KIỀU

1. Nguyễn Minh Kiều, (2010), TIỀN TỆ – NGÂN HÀNG, NXB Thống kê.
2. Nguyễn Minh Kiều, (2010), THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI VÀ CÁC GIAO DỊCH KINH DOANH NGOẠI HỐI, Nhà xuất bản Thống kê.
3. Nguyễn Minh Kiều, (2010), TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP CĂN BẢN, Nhà xuất bản Thống kê.
4. Nguyễn Minh Kiều, (2010), NGHIỆP VỤ NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI, Nhà xuất bản Thống kê.
5. Nguyễn Minh Kiều, (2010), BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI NGHIỆP VỤ NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI, Nhà xuất bản Lao động – Xã hội.
6. Nguyễn Minh Kiều, (2010), BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI THANH TOÁN QUỐC TẾ, Nhà xuất bản Thống kê.
7. Nguyễn Minh Kiều, (2010), TÍN DỤNG VÀ THẨM ĐỊNH TÍN DỤNG NGÂN HÀN Nhà xuất bản Tài chính.
8. Trần Hoàng Ngân, Nguyễn Minh Kiều (2010), THANH TOÁN QUỐC TẾ, Nhà xuất bản Thống kê.
9. Nguyễn Minh Kiều, (2010), TÀI CHÍNH CÔNG TY HIỆN ĐẠI, Nhà xuất bản Thống kê.
10. Nguyễn Minh Kiều, (2010), NGHIỆP VỤ NGÂN HÀNG HIỆN ĐẠI, Nhà xuất bản Thống kê.
11. Nguyễn Minh Kiều, (2010), PHÂN TÍCH VÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN, Nhà xuất bản Thống kê.
12. Nguyễn Minh Kiều, (2010), PHÂN TÍCH BÁO CÁO TÀI CHÍNH VÀ ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP, Nhà xuất bản Thống kê.
13. Nguyễn Minh Kiều, (2010), LẬP MÔ HÌNH TÀI CHÍNH, NXB Thống kê.
14. Nguyễn Minh Kiều, (2010), QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ, NXB Thống kê.
15. Nguyễn Minh Kiều, (2010), QUẢN TRỊ RỦI RO TÀI CHÍNH, NXB Thống kê.
16. Nguyễn Minh Kiều, (2010), QUẢN TRỊ RỦI RO TRONG NGÂN HÀNG, Nhà xuất bản Thống kê.
17. Nguyễn Minh Kiều, Bùi Kim Yến (2010), THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH, Nhà xuất bản Thống kê.
18. Nguyễn Minh Kiều, (2010), HƯỚNG DẪN THỰC HÀNH TÍN DỤNG VÀ THẨM ĐỊNH TÍN DỤNG NGÂN HÀNG, Nhà xuất bản Thống kê.
19. Nguyễn Minh Kiều, (2010), NGHIỆP VỤ KINH DOANH VÀ ĐẦU TƯ CHỨN KHOÁN, Nhà xuất bản Thống kê.

VỀ TÁC GIẢ

Tiến sĩ **NGUYỄN MINH KIỀU** hiện phụ trách Khoa Sau Đại học – Đại học Mở TP. HCM – *nơi chuyên đào tạo Cao học chuyên ngành Tài chính Ngân hàng & Cao học Quản trị Kinh doanh có uy tín hiện nay*. Trước đó, ông là Trưởng Bộ Môn Kinh Doanh Tiền Tệ của Khoa Ngân hàng thuộc Trường Đại học Kinh Tế Thành phố Hồ Chí Minh. Ông còn là giảng viên chính môn Phân tích Tài chính và đồng Giảng viên môn Tài chính Phát triển của Chương Trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright – Chương trình liên kết giữa Harvard University và Đại học Kinh Tế TP. Hồ Chí Minh.

Tốt nghiệp Cử nhân Kinh tế chuyên ngành Ngân hàng năm 1986, ông được Đại học Kinh Tế giữ lại làm cán bộ giảng dạy của trường từ năm 1987. Năm 1995 ông trúng tuyển và tham gia vào Chương Trình Phát Triển Quản Lý Thụy Sĩ – AIT – Việt Nam (SAV) và được tuyển chọn sang học chương trình Thạc sĩ Quản Trị Kinh Doanh (MBA) tại Viện Công Nghệ Châu Á (AIT), Thái Lan. Năm 1997 sau khi nhận bằng MBA, ông về tiếp tục giảng dạy tại Đại học Kinh Tế đồng thời làm nghiên cứu và giảng dạy cho chương trình SAV. Năm 1998 ông nhận được học bổng của Chương trình SAV và được tuyển chọn vào học chương trình Tiến sĩ Quản Trị Kinh Doanh (DBA) tại Southern Cross University, Australia. Năm 2001 sau khi nhận bằng DBA ông trở về Việt Nam giảng dạy cho Đại học Kinh Tế và Chương trình Fulbright. Hiện nay, ông đang phụ trách Khoa Sau Đại học – Đại học Mở TP. HCM – *nơi chuyên đào tạo Cao học chuyên ngành Tài chính Ngân hàng & Cao học Quản trị Kinh doanh có uy tín*. Ngoài ra, ông còn giảng dạy Tài chính công ty, Quản trị tài chính và Tài chính quốc tế cho các chương trình do đại học nước ngoài mở ở Việt Nam như CFVG, UBI, Curtin, Cao học Hà Lan, và tham gia giảng dạy và tư vấn cho các doanh nghiệp và ngân hàng thương mại Việt Nam.

NHÀ XUẤT BẢN THỐNG KÊ

LỜI NÓI ĐẦU

Luồng gió đổi mới bắt đầu từ năm 1986 đã thổi các khái niệm và lý thuyết quản trị tài chính và tài chính công ty từ các nước phát triển, đặc biệt là Mỹ, vào Việt Nam. *Từ đó đến nay*, những khái niệm quản trị và lý thuyết tài chính công ty từng bước được học tập và truyền bá vào Việt Nam. Thẳng thắn mà nói đấy là một đóng góp quan trọng, nhưng quan trọng hơn nữa là làm sao ứng dụng được các khái niệm và lý thuyết tài chính được xây dựng và phát triển từ các nước tiến tiến vào bối cảnh của Việt Nam.

Phần lớn các sách tài chính doanh nghiệp và quản trị tài chính đã xuất bản ở Việt Nam từ trước đến nay đều cố gắng và chỉ dừng lại ở mức độ biên dịch và giới thiệu các khái niệm và lý thuyết tài chính công ty ở Mỹ vào Việt Nam, chứ chưa làm rõ và nhấn mạnh đến cách thức cũng như khả năng ứng dụng các khái niệm và lý thuyết này như thế nào ? *Kết quả là* độc giả, nhất là các bạn sinh viên chưa trải nghiệm qua thực tiễn, cảm thấy khó hiểu và bối rối khi vận dụng vào thực tiễn. Góp phần chia sẻ khó khăn này, tôi đã bỏ ra thời gian và công sức học tập có hệ thống qua chương trình thạc sĩ và tiến sĩ quản trị kinh doanh ở nước ngoài, tự đọc và nghiên cứu qua khoảng 10 quyển sách về quản trị tài chính (Financial Management) và tài chính công ty (Corporate Finance) trong suốt 10 năm trời cùng với kinh nghiệm tư vấn và lăn lộn với các doanh nghiệp Việt Nam để viết và xuất bản quyển **Tài chính doanh nghiệp : Lý thuyết và thực hành quản lý ứng dụng cho doanh nghiệp Việt Nam**. Quyển sách này nghiên cứu kế thừa và vận dụng các khái niệm và lý thuyết quản trị tài chính và tài chính công ty được trình bày trong các tác phẩm nổi tiếng của các giáo sư ở các trường đại học Mỹ. *Do vậy*, nội dung quyển sách này thể hiện sự vận dụng vào Việt Nam các khái niệm và lý thuyết tài chính từ :

1. Van Horne, J.C., and Wachowicz, J.M., (2001), **Fundamentals of Financial Management**, 11th Edition, Prentice Hall.
2. Ross, Westerfield and Jordan : **Fundamentals of Corporate Finance**, Seventh edition, 2005, McGraw-Hill Irwin.
3. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., (2002), **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill and Irwin.
4. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., (2005), **Corporate Finance**, 7th Edition, McGraw-Hill and Irwin.

5. Brealey, R.A., and Myers, S.C., (1996), **Principles of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill.

6. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Frank J. Jones, Michael G. Ferri : **Foundations of financial markets and institutions**, Third edition, 2002, Prentice Hall.

7. Madura, J. (2001), **Financial Markets and Institutions**, 5th edition, South-Western College Publishing.

8. Shapiro, A. A., (1999), **Multinational Financial Management**, 6th edition, Prentice Hall.

9. Eun and Resnick : **International Financial Management**, Third Edition, 2004, Irwin - McGraw-Hill.

10. Moosa, A. I., (2004), **International Finance**, 2nd edition, McGraw-Hill.

Nét độc đáo của quyển sách này không chỉ dừng lại ở chỗ tham khảo nhiều sách về tài chính của các tác giả nổi tiếng ở nước ngoài mà còn ở chỗ, *trước tiên*, biết chắt lọc những khái niệm và lý thuyết nào phù hợp và có khả năng ứng dụng ở Việt Nam, và, kế đến, trình bày theo trật tự và hệ thống sao cho dễ đọc, dễ hiểu, dễ theo dõi, và đặc biệt, dễ ứng dụng đối với độc giả. *Ngoài ra*, rút kinh nghiệp từ lần xuất bản đầu tiên vào năm 2006, ở lần tái bản thứ hai này quyển sách đã được bổ sung, chỉnh lý và tái cấu trúc cho phù hợp hơn với chương trình đào tạo của hầu hết các trường đại học và thực tiễn quản lý tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam. *Với mục tiêu như vậy*, tiếp theo quyển ***Tài chính doanh nghiệp căn bản*** ★ gồm 2 phần 1 & 2 với 9 chương, lần này quyển **Tài chính doanh nghiệp căn bản** ★★ được trình bày thành 2 phần 3 & 4 với 8 chương sau :

***Phần 3 :* Quyết định nguồn vốn và chính sách cổ tức** - Phần này có bốn chương được lần lượt trình bày, bao gồm :

- *Chương 10 :* Đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.
- *Chương 11 :* Quyết định nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn.
- *Chương 12 :* Quyết định cơ cấu vốn.
- *Chương 13 :* Quyết định chính sách cổ tức.

Mục tiêu của phần này là trang bị kiến thức và công cụ phân tích nhằm ra quyết định liên quan đến huy động nguồn vốn và chính sách cổ tức của công ty. Nét độc đáo của phần này là bạn sẽ tiếp cận một cách có hệ thống với lý thuyết M&M về cơ cấu vốn.

***Phần 4 :* Những quyết định khác của tài chính doanh nghiệp** – Phần này có bốn chương được lần lượt trình bày, bao gồm :

- *Chương 14 :* Quyết định sáp nhập và thâu tóm công ty.
- *Chương 15 :* Nhận dạng và đo lường rủi ro tài chính.
- *Chương 16 :* Quản lý rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất.
- *Chương 17 :* Quản lý rủi ro tỷ giá và tổn thất ngoại hối.

Mục tiêu của phần này là trang bị kiến thức và công cụ phân tích và định giá để giúp ra các quyết định đầu tư, một trong ba quyết định chủ yếu của tài chính doanh nghiệp.

Ngoài ra, ở cuối một số chương còn có trình bày các nghiên cứu tình huống nhằm giúp bạn đọc hiểu được cách thức ứng dụng và đưa các khái niệm cũng như lý thuyết tài chính học tập được ở các nước vào Việt Nam như thế nào ? *Mặt khác,* ở lần xuất bản này những ví dụ và tình huống minh họa được thu thập từ thực tiễn quản lý của doanh nghiệp Việt Nam, nhằm làm cho quyển sách ngày càng sát thực và gần gũi hơn với bạn đọc. *Vì lẽ đó,* cho dù bạn là sinh viên hay là nhà quản lý doanh nghiệp bạn vẫn tìm thấy được ở quyển sách này những nét độc đáo và thu hút riêng biệt.

Với các bạn sinh viên, quyển sách này còn đặc biệt chia sẻ với những nỗi lo của các bạn về thực hành và thi cử. *Vì vậy,* ở cuối tất cả các chương bạn sẽ tìm thấy sự hữu ích của quyển sách này qua các mục tóm tắt nội dung, câu hỏi ôn tập, bài tập thực hành kèm lời giải và bài tập rèn luyện để các bạn rèn thêm kỹ năng của mình nhằm vượt qua được kỳ thi và trải nghiệm trước khi bước vào thực tiễn quản lý doanh nghiệp.

Với 2 phần gồm 8 chương được bố cục và trình bày một cách khoa học và có hệ thống, tôi hy vọng quyển sách này sẽ là một cẩm nang không thể thiếu của các nhà quản lý và giáo trình được ưa chuộng nhất của các bạn sinh viên. Xin giới thiệu và chân thành cảm ơn sự ủng hộ của quý độc giả đến với quyển sách này.

TS. NGUYỄN MINH KIỀU

CẢM TẠ

Quá trình biên soạn quyển sách này từ khi nảy sinh ý tưởng cho đến khi hoàn tất bản thảo giao cho Nhà Xuất bản mất hết khoảng 5 năm. Năm năm là một khoảng thời gian khá dài nhưng cần thiết để tích lũy kiến thức và kinh nghiệm cho một tác phẩm tâm huyết được đầu tư khá chu đáo. Để có được ngày hôm nay, ngày mà quyển sách này chính thức chào đời như một món quà dành cho độc giả, tôi đã nhận được sự ủng hộ và giúp đỡ của rất nhiều tổ chức và cá nhân. *Nhân đây, trước tiên,* tôi xin chân thành bày tỏ lòng biết ơn đến các tổ chức :

- Khoa Sau Đại học – Đại học Mở TP. HCM.
- Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM (UEH).
- Swiss – AIT – Vietnam Management Development Program (SAV).
- Asian Institute of Technology (AIT), Bangkok, Thailand.
- Southern Cross University (SCU), NSW, Australia.
- Pulbright Economics Teaching Program (FETP), Harvard University.
- Victoria University of Wellington (VUW), New Zealand.

đã có công trong việc cung cấp phương tiện học tập, nghiên cứu, kiến thức và kinh nghiệm cho tôi tích lũy qua nhiều năm để có thể viết nên quyển sách này.

Kế đến, tôi chân thành cảm ơn các giáo sư các bậc thầy đã dìu dắt và truyền đạt kiến thức và kinh nghiệm cho tôi, cụ thể là thầy Phạm Văn Năng – Hiệu trưởng Đại học Kinh Tế TP.HCM, Giáo sư Jyoti Gupta – Nguyên Head of School of Management, Asian Institute of Technology (AIT), Giáo sư Geoffrey Meredith – Nguyên Director of Graduate College of Management, Southern Cross University (SCU), Giáo sư Neil Quiqley – ProVice Chancellor, Victoria University of Wellington (VUW).

Ngoài ra, tôi cũng xin cảm ơn các bạn đồng nghiệp bao gồm Dr. Viktoria Dalko, chị Ngô Kim Phượng, các anh Nguyễn Xuân Thành, Diệp Dũng và Huỳnh Thế Du ở Chương trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright đã đóng góp một số ý kiến, tài liệu và dữ liệu hỗ trợ cho việc biên soạn quyển sách này. Chân thành cảm ơn sự ủng hộ nhiệt tình của bạn đọc như là một động lực không thể thiếu cho lần tái bản này và những lần tái bản sau.

Cuối cùng là lời tri ân tận đáy lòng xin dành cho cha và mẹ là những người sinh thành và dạy dỗ tôi nên người, cũng như lời cảm ơn đầy yêu thương và trìu mến dành cho Trần Thị Quế là người bạn đời chịu đựng khó khăn vất vả nhất và luôn sát cánh cùng tôi trong lúc khổ đau cũng như hạnh phúc. *Một lần nữa* xin chân thành cảm ơn tất cả những ai đã có công ơn và ảnh hưởng đến thành quả ngày nay của tôi.

TÁC GIẢ

LỜI NHÀ XUẤT BẢN

Sau khi xuất bản lần thứ nhất, quyển **Tài chính Doanh nghiệp** của tác giả Nguyễn Minh Kiều đã nhận được sự chào đón và ủng hộ nhiệt tình của đông đảo bạn đọc. *Trong thời gian ngắn* khoảng hai năm đã có 15.000 quyển được bán khắp cả nước, trong đó đối tượng bạn đọc tập trung nhiều nhất là sinh viên các trường đại học thuộc khối ngành kinh tế và nhân viên đang làm việc tại các doanh nghiệp, công ty chứng khoán và ngân hàng thương mại.

Nhiều bạn đọc đã bày tỏ sự quan tâm và ưa thích đặc biệt đối với quyển **Tài chính Doanh nghiệp** của tác giả Nguyễn Minh Kiều ở chỗ nội dung sách phong phú bao quát hầu hết những quyết định tài chính mà doanh nghiệp cần xem xét và thực hiện. *Về phong cách*, bạn đọc rất thích thú với văn phong đơn giản, mạch lạc, dễ đọc và dễ hiểu mà tác giả đã sử dụng xuyên suốt từ chương đầu đến chương cuối của quyển sách. Gần đây, tình hình thị trường tài chính và hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam đã có một bước phát triển vượt bậc, nhất là kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO và ký nhiều hiệp định thương mại với Hoa Kỳ. *Tương tự,* tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam cũng ngày càng phát triển và hoạt động sôi động với Sở giao dịch chứng khoán ở TP.HCM và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội cũng như số lượng các Công ty chứng khoán và công ty niêm yết trên thị trường gia tăng không ngừng. *Trong hoàn cảnh như vậy*, việc học tập và nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp, nhất là tài chính các công ty cổ phần, ngày càng thu hút sự quan tâm của nhiều bạn đọc. Đứng trước nhu cầu mới, đòi hỏi quyển Tài chính Doanh nghiệp gấp rút tái bản lần thứ hai với những nội dung bổ sung và cập nhật mới nhất, nhằm đáp ứng nhu cầu học tập và nghiên cứu ngày càng tăng của nhiều sinh viên và nhân viên đang làm việc tại các doanh nghiệp, ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán.

Lần này, Nhà xuất bản Thống kê xin hân hạnh giới thiệu đến bạn đọc quyển sách **Tài chính Doanh nghiệp** của tác giả Nguyễn Minh Kiều tái bản lần hai với tựa đề là **"Tài chính Doanh nghiệp căn bản – Lý thuyết và thực hành quản lý ứng dụng cho các doanh nghiệp Việt Nam"**. *Trong lần xuất bản này*, nội dung sách đã được tác giả đầu tư với nhiều chương mới và nhiều ví dụ minh họa thực tiễn rất chi tiết cũng như cập nhật thông tin mới nhất sát thực với tình hình hoạt động của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Ngoài văn phong mạch lạc, dễ đọc và dễ hiểu vốn có của tác giả mà bạn đọc đã từng thích thú, lần này bạn

đọc sẽ còn ngạc nhiên với những nội dung mới, bao quát toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp kèm theo những ví dụ minh họa thực tiễn rất sinh động mà tác giả trình bày trong từng chương của quyển sách. Với nội dung gồm 8 chương bố cục thành 2 phần riêng biệt, quyển **Tài chính Doanh nghiệp ★★** của tác giả Nguyễn Minh Kiều có thể được xem như là cẩm nang không thể thiếu của những ai quan tâm đến học tập và nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp. *Một lần nữa*, Nhà xuất bản Thống kê xin chân thành cảm ơn sự ủng hộ nhiệt tình của bạn đọc đối với quyển **Tài chính Doanh nghiệp** của tác giả Nguyễn Minh Kiều xuất bản lần đầu và hân hạnh được giới thiệu đến bạn đọc quyển **Tài chính Doanh nghiệp ★★** tái bản lần thứ hai.

NHÀ XUẤT BẢN THỐNG KÊ

MỤC LỤC TÓM TẮT

- *Về Tác giả*
- *Lời nói đầu*
- *Cảm tạ*
- *Lời Nhà xuất bản*

Phần 3 : **QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

- *Chương 10 :* Đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.
- *Chương 11 :* Quyết định nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn.
- *Chương 12 :* Quyết định cơ cấu vốn.
- *Chương 13 :* Quyết định chính sách cổ tức.

Phần 4 : **NHỮNG QUYẾT ĐỊNH KHÁC CỦA TÀI CHÍNH DN**

- *Chương 14 :* Quyết định sáp nhập và thâu tóm công ty.
- *Chương 15 :* Nhận dạng và đo lường rủi ro tài chính.
- *Chương 16 :* Quản lý rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất.
- *Chương 17 :* Quản lý rủi ro tỷ giá và tổn thất ngoại hối.

- Tài liệu tham khảo

Phần 3
QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Phần này có bốn chương được lần lượt trình bày, bao gồm :

- *Chương 10 :*
  Đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.
- *Chương 11 :*
  Quyết định nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn.
- *Chương 12 :*
  Quyết định cơ cấu vốn.
- *Chương 13 :*
  Quyết định chính sách cổ tức.

Mục tiêu của phần này là trang bị kiến thức và công cụ phân tích nhằm ra quyết định liên quan đến huy động nguồn vốn và chính sách cổ tức của công ty. Nét độc đáo của phần này là bạn sẽ tiếp cận một cách có hệ thống với lý thuyết M&M về cơ cấu vốn.

Chương 10
ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG VÀ ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH

■ MỤC TIÊU :

Chương này nhằm giới thiệu hai công cụ quan trọng để phân tích và ra quyết định liên quan đến nguồn vốn. Đọc xong chương này, bạn sẽ hiểu được:

1. Thế nào là đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính.
2. Cách phân tích ra và quyết định khi nào doanh nghiệp nên sử dụng đòn bẩy hoạt động.
3. Cách phân tích và ra quyết định khi nào doanh nghiệp nên sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm nâng cao khả năng sinh lợi của công ty.

1. Ý TƯỞNG VỀ ĐÒN BẨY TRONG TÀI CHÍNH

Trong cơ học, chúng ta đã quen thuộc với khái niệm đòn bẩy, như là công cụ để khuếch đại lực nhằm biến một lực nhỏ thành một lực lớn hơn, tác động vào vật thể chúng ta cần dịch chuyển. Như vậy trong vật lý, người ta dựa vào điểm tựa cố định để khuếch đại lực nhằm mục tiêu di chuyển một vật thể nào đó. *Trong tài chính*, người ta mượn thuật ngữ "đòn bẩy" ám chỉ việc sử dụng chi phí cố định (fixed costs) để gia tăng khả năng sinh lợi của công ty. *Trong chương này*, chúng ta sẽ khám phá những nguyên lý sử dụng đòn bẩy trong tài chính, bao gồm đòn bẩy hoạt động (operating leverage) và đòn bẩy tài chính (financial leverage).

2. ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG

2.1. Phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động :

Đòn bẩy hoạt động (operating leverage) là mức độ sử dụng chi phí hoạt động cố định của công ty. Chi phí cố định là chi phí không

thay đổi khi sản lượng thay đổi. Chi phí cố định có thể kể ra bao gồm các loại chi phí như khấu hao, bảo hiểm, một bộ phận chi phí điện nước và một bộ phận chi phí quản lý. Chi phí biến đổi là chi phí thay đổi khi số lượng thay đổi, chẳng hạn chi phí nguyên vật liệu, lao động trực tiếp, một phần chi phí điện nước, hoa hồng bán hàng, một phần chi phí quản lý hành chính. *Ở đây,* chúng ta chỉ phân tích trong ngắn hạn bởi vì trong dài hạn tất cả các chi phí đều thay đổi.

Trong kinh doanh, chúng ta đầu tư chi phí cố định với hy vọng số lượng tiêu thụ sẽ tạo ra doanh thu đủ lớn để trang trải chi phí cố định và chi phí biến đổi. *Giống như chiếc đòn bẩy trong cơ học,* sự hiện diện của chi phí hoạt động cố định gây ra sự thay đổi trong số lượng tiêu thụ để khuếch đại sự thay đổi lợi nhuận (hoặc lỗ). Để minh họa điều này chúng ta xem xét ví dụ cho ở bảng 10.1.

***Bảng 10.1 :* Ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động lên lợi nhuận.**

	Công ty F	**Công ty V**	**Công ty 2F**
Phần A : Trước khi thay đổi doanh thu			
Doanh thu	10.000$	11.000$	19.500$
Chi phí hoạt động			
	Công ty F	**Công ty V**	**Công ty 2F**
Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	2.000	7.000	3.000
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1.000	2.000	2.500
Tỷ số đòn bẩy hoạt động			
Chi phí cố định/ tổng chi phí	0,78	0,22	0,82
Chi phí cố định/ doanh thu	0,70	0,18	0,72
Phần B : Sau khi doanh thu tăng 50% trong những năm kế tiếp			
Doanh thu	15.000$	16.500$	29.250$
Chi phí hoạt động			

Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	3.000	10.500	4.500
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	5.000	4.000	10.750
Phần trăm thay đổi EBIT	**400%**	**100%**	**330%**
$(EBIT_t - EBIT_{t-1})/ EBIT_{t-1}$			

Trong ví dụ này, chúng ta phân tích và so sánh ba công ty : Công ty F, công ty V và công ty 2F. Sự khác biệt ở đây là công ty F và công ty 2F có sử dụng đòn bẩy hoạt động với mức độ lơn hơn công ty V.

Kết quả phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở phần B. Đối với mỗi công ty đều có doanh thu và chi phí biến đổi tăng 50% trong khi chi phí cố định không thay đổi. Tất cả các công ty đều cho thấy có sự ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở chỗ doanh thu chỉ tăng 50% nhưng lợi nhuận tăng với tốc độ lớn hơn, cụ thể là 400, 100 và 330% lần lượt đối với công ty F, V và công ty 2F. So sánh giữa công ty F, 2F và V ta thấy rằng tốc độ tăng EBIT của công ty F và 2F lớn hơn của công ty V. *Tuy nhiên,* nếu so sánh giữa công ty F và 2F chúng ta thấy rằng tốc độ tăng EBIT của công ty 2F nhỏ hơn của công ty F. *Điều này có nghĩa là,* sử dụng đòn bẩy hoạt động hợp lý có tác dụng khuếch đại sự gia tăng EBIT. *Tuy nhiên*, sự khuếch đại này không phải tuyến tính mà theo quy luật giảm dần.

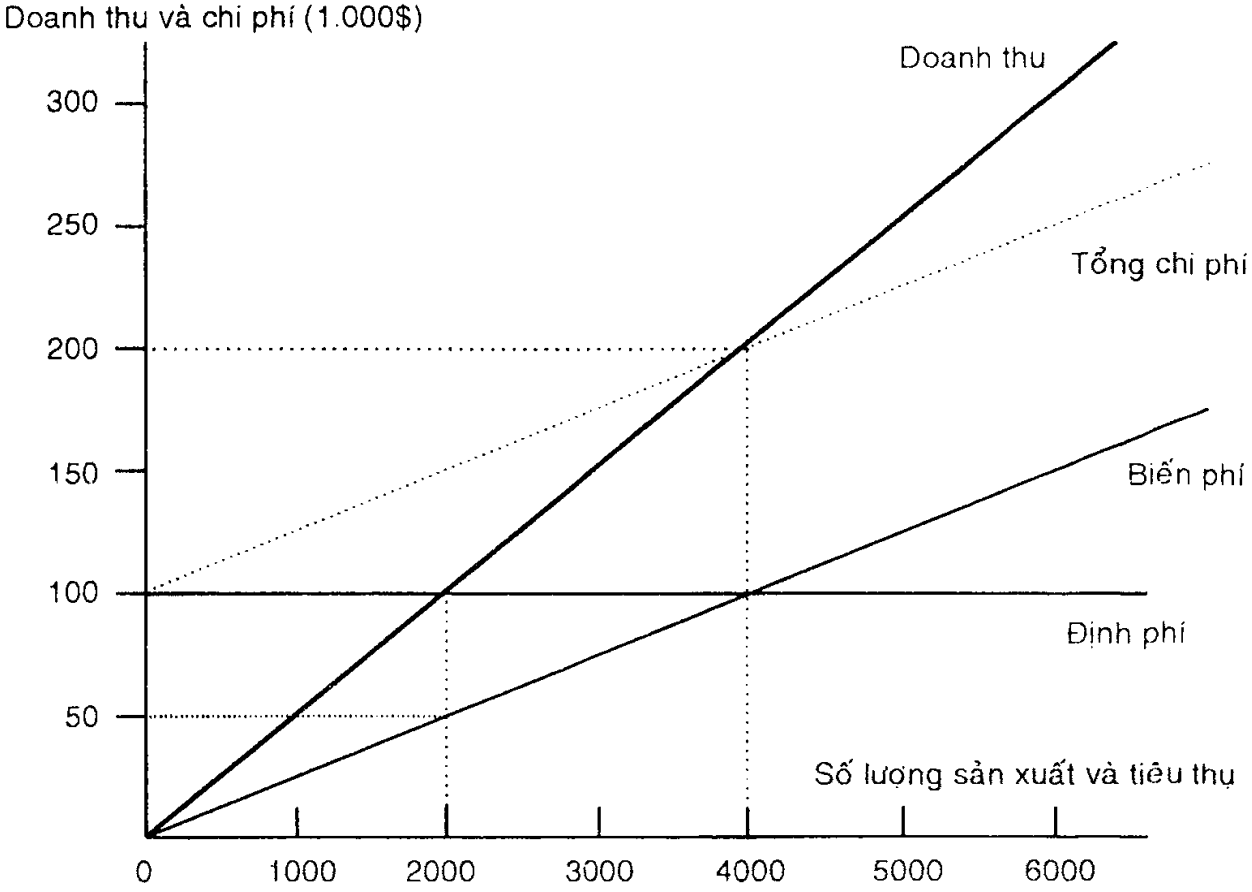
2.2. Phân tích hòa vốn :

2.2.1. Phân tích hòa vốn theo sản lượng :

Phân tích hòa vốn là kỹ thuật phân tích mối quan hệ giữa chi phí cố định, chi phí biến đổi, lợi nhuận và số lượng tiêu thụ. Để minh họa kỹ thuật phân tích hòa vốn, chúng ta lấy ví dụ sau đây : *Giả sử công ty sản xuất xe đạp có đơn giá bán là 50$, chi phí cố định hàng năm là 100.000$ và chi phí biến đổi là 25$/đơn vị. Chúng ta sẽ phân tích quan hệ giữa tổng chi phí hoạt động và tổng doanh thu.* Hình 10.1 mô tả quan hệ giữa tổng doanh thu, tổng chi phí hoạt động và lợi nhuận tương ứng với từng mức sản lượng và số lượng tiêu thụ. Cần lưu ý, ở đây chúng ta chỉ quan tâm đến chi phí hoạt động nên lợi nhuận ở đây được xác định là lợi nhuận hoạt động trước thuế. *Như vậy,* lãi nợ vay và cổ tức ưu đãi không liên quan khi phân tích đòn

bẩy hoạt động. *Tuy nhiên* khi phân tích đòn bẩy tài chính (phần sau) chúng ta sẽ xem xét vấn đề này.

Trên hình 10.1, điểm giao nhau giữa 2 đường thẳng tổng doanh thu và chi phí là điểm hòa vốn (break–even point) vì ở điểm này doanh thu bằng chi phí và, *do đó,* lợi nhuận bằng 0. Trên hình vẽ 10.1 điểm hòa vốn chính là điểm có sản lượng là 4.000. Về mặt toán học, để tìm điểm hòa vốn chúng ta thực hiện như sau :



***Hình 10.1* : Phân tích hòa vốn.**

Đặt EBIT = lợi nhuận trước thuế và lãi (lợi nhuận hoạt động).

P = đơn giá bán.

V = biến phí đơn vị.

(P – V) = lãi gộp.

Q = số lượng sản xuất và tiêu thụ.

F = định phí.

Q_{BE} = số lượng hòa vốn.

Ở điểm hòa vốn thì doanh thu bằng chi phí và EBIT bằng 0. Do đó chúng ta có :

$$PQ_{BE} = VQ_{BE} + F$$

$$(P - V)\ Q_{BE} = F$$

$$Q_{BE} = F/\ (P - V) \qquad (10.1)$$

Ở ví dụ trên nếu áp dụng công thức (10.1), chúng ta sẽ có sản lượng hòa vốn Q_{BE} = 100.000 / (50 – 25) = 4.000 đơn vị. Nếu số lượng tiêu thụ vượt qua điểm hòa vốn (4.000 đơn vị) thì sẽ có lợi nhuận, *ngược lại* nếu số lượng tiêu thụ dưới mức hòa vốn thì công ty bị lỗ.

Điểm hòa vốn Q_{BE} như vừa xác định trên đây thể hiện sản lượng hòa vốn. Muốn biết doanh thu hòa vốn, chúng ta lấy sản lượng hòa vốn nhân với đơn giá bán. Trong ví dụ trên sản lượng hòa vốn Q_{BE} = 4.000 và đơn giá bán P = 50$, *do đó* doanh thu hòa vốn sẽ là 50 x 4.000 = 200.000$.

2.2.2. Phân tích hòa vốn theo doanh thu :

Phân tích điểm hòa vốn theo sản lượng chỉ áp dụng đối với những doanh nghiệp nào có sản phẩm sản xuất và tiêu thụ mang tính đơn chiếc có thể xác định được thành từng đơn vị sản phẩm, chẳng hạn như xe đạp, máy vi tính, bộ bàn ghế,... Đối với những doanh nghiệp có hoạt động phức tạp và không thể phân chia thành đơn vị sản phẩm *chẳng hạn* như hoạt động thương mại, bao gồm dịch vụ, bán buôn, bán lẻ, ngân hàng,... điểm hòa vốn được xác định theo doanh thu và dựa vào báo cáo kết quả kinh doanh. *Ví dụ, chúng ta có thông tin từ báo cáo kết quả kinh doanh của công ty PG Co. được tóm tắt ở bảng 10.2 như sau :*

***Bảng 10.2 :* Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh của PG Co.**

Doanh thu (Triệu đồng)	300.000
Trừ : Tổng chi phí biến đổi	180.000
Doanh thu trước chi phí cố định	120.000
Trừ : Chi phí cố định	100.000
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	20.000

Khi phân tích đòn bẩy hoạt động, chúng ta đã biết công thức :

$$\text{Doanh thu} - \left(\begin{matrix}\text{Tổng chi phí}\\ \text{biến đổi}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{Tổng chi phí}\\ \text{cố định}\end{matrix} \right) = \text{EBIT}$$

Bây giờ chúng ta đặt S = Doanh thu, VC = Tổng chi phí biến đổi, F = Tổng chi phí cố định và S_{BE} = Doanh thu ở điểm hòa vốn, chúng ta có biểu thức quan hệ sau :

$$S - (VC + F) = EBIT$$

Biểu thức này có thể viết lại thành :

$$S - \left[\left(\frac{VC}{S} \right) S \right] - F = EBIT \text{ hay là } S \left(1 - \frac{VC}{S} \right) - F = EBIT$$

Ở điểm hòa vốn, chúng ta có :

$$S_{BE} \left(1 - \frac{VC}{S_{BE}} \right) - F = EBIT$$

Biết rằng tỷ lệ giữa chi phí biến đổi và doanh thu (VC/S) không đổi ở bất cứ mức độ doanh thu nào, nghĩa là $VC/S = VC/S_{BE}$. Biểu thức trên có thể viết lại thành :

$$S_{BE} \left(1 - \frac{VC}{S} \right) - F = EBIT.$$

Ở điểm hòa vốn thì EBIT = 0, *do đó* :

$$S_{BE} \left(1 - \frac{VC}{S} \right) - F = EBIT = 0.$$

Suy ra :
$$S_{BE} = \frac{F}{1 - \frac{VC}{S}} \qquad (10.2)$$

Công thức 10.2 được sử dụng để xác định điểm hòa vốn theo doanh thu. Trong ví dụ trên đây, chúng ta có điểm hòa vốn theo doanh thu hay doanh thu hòa vốn được xác định như sau :

$$S_{BE} = \frac{F}{1 - \frac{VC}{S}} = \frac{100.000}{1 - \frac{180.000}{300.000}} = 250.000 \text{ triệu đồng.}$$

2.3. Ý nghĩa của điểm hòa vốn :

Như đã định nghĩa, điểm hòa vốn là điểm sản lượng hoặc doanh thu tiêu thụ ở đó doanh thu bằng tổng chi phí. Điểm hòa vốn cung cấp cho nhà phân tích những tín hiệu quan trọng sau đây :

- Nếu sản lượng hoặc doanh thu tiêu thụ thấp hơn điểm hòa vốn thì doanh thu không đủ bù đắp tổng chi phí, do đó, EBIT < 0.
- Nếu sản lượng hoặc doanh thu tiêu thụ cao hơn điểm hòa vốn thì doanh thu lớn hơn tổng chi phí, do đó, EBIT > 0.
- Muốn thay đổi điểm hòa vốn, công ty phải thay đổi chi phí cố định. Việc thay đổi chi phí cố định phụ thuộc vào đặc điểm của công nghệ sản xuất hoặc ngành kinh doanh.

2.4. Độ bẩy hoạt động (DOL) :

Như đã phân tích ở phần trước, chúng ta thấy rằng dưới tác động của đòn bẩy hoạt động một sự thay đổi trong số lượng hàng bán đưa đến kết quả lợi nhuận (hoặc lỗ) gia tăng với tốc độ lớn hơn. Để đo lường mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động, người ta sử dụng chỉ tiêu *độ bẩy hoạt động* (degree of operating leverage – DOL). Độ bẩy hoạt động (DOL) được định nghĩa như là phần trăm thay đổi của lợi nhuận hoạt động so với phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu). Do đó :

$$\text{Độ bẩy hoạt động ở mức sản lượng (hoặc doanh thu)} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi lợi nhuận}}{\text{Phần trăm thay đổi sản lượng hoặc doanh thu}}$$

hay là :

$$DOL_Q = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q} \qquad (10.3)$$

Cần lưu ý rằng độ bẩy có thể khác nhau ở những mức sản lượng (hoặc doanh thu) khác nhau. *Do đó,* khi nói đến độ bẩy chúng ta nên chỉ rõ độ bẩy ở mức sản lượng Q nào đó. Công thức (10.3) trên đây rất cần thiết để định nghĩa và hiểu được độ bẩy hoạt động nhưng rất khó tính toán trên thực tế do khó thu thập được số liệu EBIT. Để dễ dàng tính toán DOL, chúng ta thực hiện một số biến đổi. Biết rằng lãi gộp bằng doanh thu trừ chi phí, ta có :

$$EBIT = PQ - (VQ + F) = PQ - VQ - F = Q(P - V) \quad F$$

Bởi vì đơn giá bán P và định phí F là cố định nên Δ EBIT = Δ Q(P – V). Như vậy :

$$\frac{\Delta \text{ EBIT}}{\text{EBIT}} = \frac{\Delta \text{ Q (P – V)}}{\text{Q (P – V) – F}}$$

Thay vào công thức (10.3), ta được :

$$DOL_Q = \frac{\dfrac{\Delta \text{ Q (P – V)}}{\text{Q (P – V) – F}}}{\dfrac{\Delta \text{ Q}}{\text{Q}}} = \frac{\Delta \text{ Q (P – V)}}{\text{Q (P – V) – F}}\left(\frac{\text{Q}}{\Delta \text{ Q}}\right) = \frac{\text{Q (P – V)}}{\text{Q (P – V) – F}}$$

Hay là : $$DOL_Q = \frac{\text{Q (P – V)}}{\text{Q (P – V) – F}} \qquad (10.4)$$

Chia tử và mẫu của (10.4) cho (P – V), công thức (10.4) có thể viết lại thành :

$$DOL_Q = \frac{\dfrac{\text{Q (P – V)}}{\text{(P – V)}}}{\dfrac{\text{Q (P – V) – F}}{\text{(P – V)}}} = \frac{\text{Q}}{\text{Q} - \text{Q}_{BE}} \qquad (10.5)$$

Công thức (10.4) và (10.5) dùng để tính độ bẩy hoạt động theo sản lượng Q. Hai công thức này chỉ thích hợp đối với những công ty nào mà sản phẩm có tính đơn chiếc, chẳng hạn như xe hơi hay máy tính. Đối với công ty mà sản phẩm đa dạng và không thể tính thành đơn vị, chúng ta sử dụng chỉ tiêu độ bẩy theo doanh thu. Việc suy luận tìm ra công thức tính độ bẩy hoạt động theo doanh thu khá phức tạp, bạn khỏi bận tâm đến điều này mà chỉ cần biết áp dụng công thức tính độ bẩy theo doanh thu như sau :

$$DOL_S = \frac{\text{S} - \text{VC}}{\text{S} - \text{VC} - \text{F}}$$

Trong đó : S là doanh thu, F là tổng chi phí cố định, VC là tổng chi phí biến đổi.

Hay là : $$DOL_S = \frac{\text{EBIT} + \text{F}}{\text{EBIT}} \qquad (10.6)$$

Vận dụng công thức (10.5) vào ví dụ công ty sản xuất xe đạp chúng ta đã xem xét từ đầu chương đến giờ, chúng ta có :

$$DOL_{5000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{5.000}{5.000 - 4.000} = 5$$

$$DOL_{6000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{6.000}{6.000 - 4.000} = 3$$

Như vậy độ bẩy hoạt động ở mức sản lượng Q = 5.000 bằng 5. Điều này có nghĩa là gì ? Nó có nghĩa là từ mức sản lượng tiêu thụ là 5.000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động sẽ thay đổi 5 phần trăm. *Ngoài ra* cần lưu ý rằng, khi sản lượng tăng từ 5.000 lên 6.000 đơn vị thì độ bẩy hoạt động giảm từ 5 xuống 3, nghĩa là từ mức sản lượng là 6.000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động thay đổi 3 phần trăm. *Do đó,* kể từ điểm hòa vốn nếu sản lượng càng tăng thì độ bẩy càng giảm.

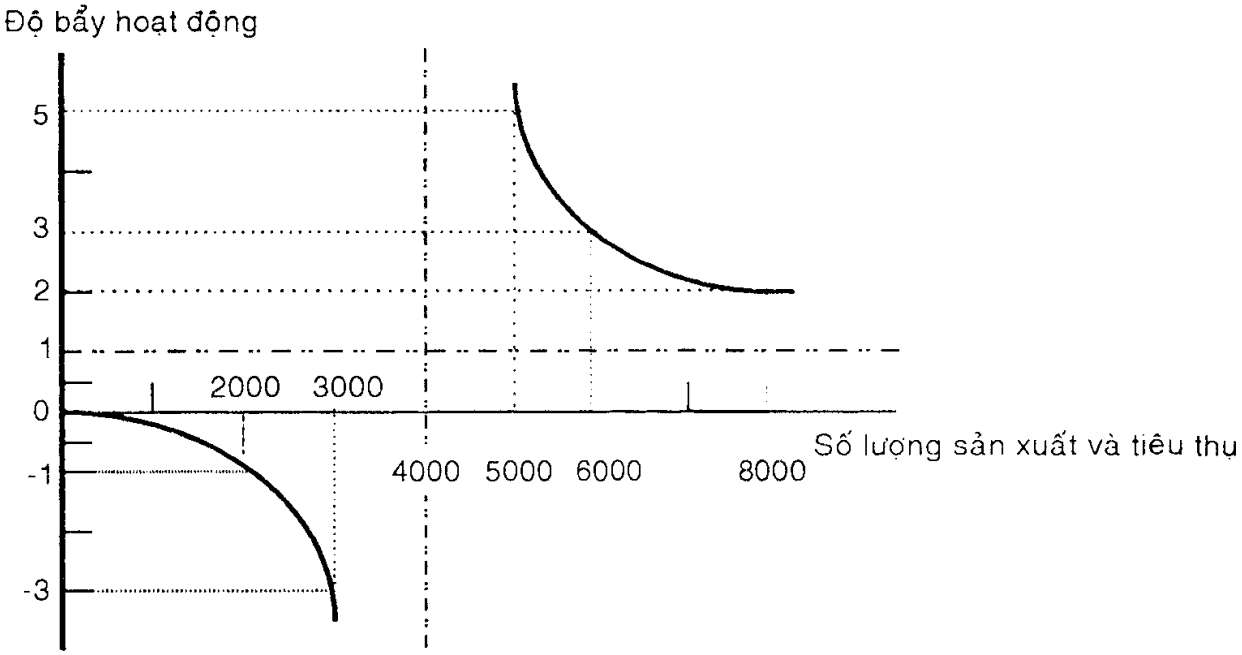
2.5. Quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và điểm hòa vốn :

Để thấy được mối quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và điểm hòa vốn chúng lập bảng tính lợi nhuận và độ bẩy hoạt động ở nhiều mức độ sản lượng khác nhau. Bảng 10.3 dưới đây cho chúng ta thấy lợi nhuận và độ bẩy hoạt động ở những mức độ sản lượng khác nhau.

Bảng 10.3 : **Lợi nhuận và độ bẩy hoạt động ở những mức độ sản lượng khác nhau.**

Số lượng sản xuất và tiêu thụ (Q)	Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	Độ bẩy hoạt động (DOL)
0	- 100.000	0,00
1000	- 75.000	- 0,33
2000	- 50.000	- 1,00
3000	- 25.000	- 3,00
Q_{BE} = 4000	0	Không xác định
5000	25.000	5,00
6000	50.000	3,00
7000	75.000	2,33
8000	100.000	2,00

Bảng 10.3 cho thấy rằng nếu sản lượng di chuyển càng xa điểm hòa vốn thì lợi nhuận hoạt động hoặc lỗ sẽ càng lớn, ngược lại độ bẩy hoạt động (DOL) càng nhỏ. Quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận hoạt động là quan hệ tuyến tính như đã thấy trên hình vẽ 10.1. Hình 10.2 dưới đây sẽ diễn tả quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và độ bẩy hoạt động. Từ công thức tính độ bẩy hoạt động $DOL_Q = Q/(Q - Q_{BE})$, đặt $y = DOL_Q$, $x = Q$ và $a = Q_{BE}$ chúng ta có được hàm số $y = x/(x - a)$. Khảo sát và vẽ đồ thị hàm số này chúng ta có được hình vẽ 10.2 dưới đây.



***Hình 10.2* : Quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và độ bẩy hoạt động.**

Như trên đã nói, hình 10.2 có được là do kết quả khảo sát hàm số $y = x/(x - a)$ trong đó $y = DOL$, $x = Q$ và $a = Q_{BE}$. Hình này cung cấp cho chúng ta một số nhận xét như sau :

- Độ bẩy hoạt động tiến đến vô cực khi số lượng sản xuất và tiêu thụ tiến dần đến điểm hòa vốn.
- Khi số lượng sản xuất và tiêu thụ càng vượt xa điểm hòa vốn thì độ bẩy sẽ tiến dần đến 1.

2.6. Quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và rủi ro doanh nghiệp :

Rủi ro doanh nghiệp là rủi ro do những bất ổn phát sinh trong hoạt động của doanh nghiệp khiến cho lợi nhuận hoạt động giảm. *Cần*

chú ý rằng độ bẩy hoạt động chỉ là một bộ phận của rủi ro doanh nghiệp. Các yếu tố khác của rủi ro doanh nghiệp là sự thay đổi hay sự bất ổn của doanh thu và chi phí sản xuất. Đây là hai yếu tố chính của rủi ro doanh nghiệp, còn đòn bẩy hoạt động làm khuếch đại sự ảnh hưởng của các yếu này lên lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp. *Tuy nhiên* bản thân đòn bẩy hoạt động không phải là nguồn gốc của rủi ro, bởi lẽ độ bẩy cao cũng chẳng có ý nghĩa gì cả nếu như doanh thu và cơ cấu chi phí cố định. *Do đó,* sẽ sai lầm nếu như đồng nghĩa độ bẩy hoạt động với rủi ro doanh nghiệp, bởi vì cái gốc là sự thay đổi doanh thu và chi phí sản xuất, tuy nhiên, độ bẩy hoạt động có tác dụng khuếch đại sự thay đổi của lợi nhuận và, do đó, khuếch đại rủi ro doanh nghiệp.

Từ giác độ này, có thể xem độ bẩy hoạt động như là một dạng rủi ro tiềm ẩn, nó chỉ trở thành rủi ro hoạt động khi nào xuất hiện sự biến động doanh thu và chi phí sản xuất.

2.7. Ý nghĩa của độ bẩy hoạt động đối với quản trị tài chính :

Sau khi nghiên cứu về đòn bẩy hoạt động, chúng ta thử đặt ra câu hỏi : Hiểu biết về độ bẩy của công ty có ích lợi thế nào đối với giám đốc tài chính ? Là giám đốc tài chính, bạn cần biết trước xem sự thay đổi doanh thu sẽ ảnh hưởng thế nào đến lợi nhuận hoạt động. Độ bẩy hoạt động chính là công cụ giúp bạn trả lời câu hỏi này. Đôi khi biết trước độ bẩy hoạt động, công ty có thể dễ dàng hơn trong việc quyết định chính sách doanh thu và chi phí của mình. *Nhưng nhìn chung,* công ty không thích hoạt động dưới điều kiện độ bẩy hoạt động cao bởi vì trong tình huống như vậy chỉ cần một sự sụt giảm nhỏ doanh thu cũng dễ dẫn đến lỗ trong hoạt động. Điều này được minh chứng nổi bật nhất bởi trường hợp của American Airlines sau sự kiện khủng bố ngày 11/09. Chúng ta biết ngành hàng không là ngành có độ bẩy hoạt động cao do đặc thù của ngành này là chi phí cố định rất lớn. *Bởi vậy,* khi sự kiện 11/09 xảy ra độ bẩy cao đã khuếch đại rủi ro doanh nghiệp lên cực độ khiến cho doanh nghiệp phải thua lỗ rất lớn và lâm vào tình trạng phá sản.

3. ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH

Đòn bẩy hoạt động liên quan đến việc sử dụng chi phí cố định trong hoạt động của công ty, như đã xem xét trong phần 2. Trong phần 3, chúng ta sẽ nghiên cứu đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy tài chính

(financial leverage) liên quan đến việc sử dụng các nguồn tài trợ có chi phí cố định. *Đòn bẩy tài chính được định nghĩa như là mức độ theo đó các chứng khoán có thu nhập cố định (nợ và cổ phiếu ưu đãi) được sử dụng trong cơ cấu nguồn vốn của công ty.*

Có một điều khác biệt lý thú giữa đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính là công ty có thể lựa chọn đòn bẩy tài chính trong khi không thể lựa chọn đòn bẩy hoạt động. Đòn bẩy hoạt động do đặc điểm hoạt động của công ty quyết định, chẳng hạn công ty hoạt động trong ngành hàng không và luyện thép có đòn bẩy hoạt động cao trong khi công ty hoạt động trong ngành dịch vụ như tư vấn và du lịch có đòn bẩy hoạt động thấp. Đòn bẩy tài chính thì khác. Không có công ty nào bị ép buộc phải sử dụng nợ và cổ phiếu ưu đãi để tài trợ cho hoạt động của mình mà thay vào đó công ty có thể sử dụng nguồn vốn từ việc phát hành cổ phiếu thường hay cổ phiếu phổ thông. *Thế nhưng trên thực tế* ít khi có công ty nào không sử dụng đòn bẩy tài chính. Vậy, lý do gì khiến công ty sử dụng đòn bẩy tài chính ?

Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng được lợi nhuận cho cổ đông thường. Nếu sử dụng phù hợp, công ty có thể dùng các nguồn vốn có chi phí cố định, bằng cách phát hành trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, để tạo ra lợi nhuận lớn hơn chi phí trả cho việc huy động vốn có lợi tức cố định. Phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về cổ đông thường. Điều này sẽ được thể hiện rõ hơn khi chúng ta phân tích quan hệ giữa lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) và lợi nhuận trên cổ phần (EPS).

3.1. Phân tích quan hệ EBIT và EPS :

Phân tích quan hệ EBIT–EPS là phân tích sự ảnh hưởng của những phương án tài trợ khác nhau đối với lợi nhuận trên cổ phần. *Từ sự phân tích này,* chúng ta sẽ tìm ra một điểm bàng quan (indifferent point), tức là điểm của EBIT mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. Để minh họa phân tích quan hệ EBIT EPS, chúng ta xem xét ví dụ sau đây :

Công ty CTC có nguồn vốn dài hạn 10 triệu USD hoàn toàn từ nguồn vốn cổ phần thông thường. Công ty cần huy động thêm 5 triệu USD cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh. Công ty xem xét 3 phương án huy động vốn : (1) phát hành cổ phiếu thường, (2) phát hành trái phiếu với lãi suất 12%, hoặc (3) phát hành cổ phiếu ưu đãi với cổ tức 11%. Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) hàng năm của công ty hiện

tại là 1,5 triệu USD nhưng nếu mở rộng sản xuất kinh doanh công ty kỳ vọng EBIT sẽ tăng đến 2,7 triệu USD. Thuế thu nhập công ty là 40% và công ty hiện có 200.000 cổ phần. Nếu sử dụng phương án thứ nhất, công ty có thể bán thêm 100.000 cổ phần với giá 50 USD/cổ phần để huy động thêm 5 triệu USD.

Mục tiêu của chúng ta là phân tích để tìm ra điểm bàng quan, tức là điểm mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. *Trước hết,* chúng ta xác định EPS theo công thức sau :

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS} \qquad (10.7)$$

Trong đó :

I = Lãi suất hàng năm phải trả.

PD = Cổ tức hàng năm phải trả.

t = Thuế suất thuế thu nhập công ty.

NS = Số lượng cổ phần thông thường.

Để xác định EPS của công ty theo ba phương án tài trợ, chúng ta lập bảng tính toán 10.4 dưới đây :

***Bảng 10.4* : Bảng tính EPS theo 3 phương án tài trợ.**

	Phương án tài trợ		
	Cổ phiếu thường	Nợ	Cổ phiếu ưu đãi
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	2.700.000$	2.700.000$	2.700.000$
Lãi suất (I)	–	600.000	–
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	2.700.000	2.100.000	2.700.000
Thuế thu nhập (EBT x t)	1.080.000	840.000	1.080.000
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	1.620.000	1.260.000	1.620.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi (PD)	–	–	550.000
Lợi nhuận dành cho cổ đông thường	1.620.000	1.260.000	1.070.000

Số lượng cổ phần (NS)	300.000	200.000	200.000
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	**5.40**	**6.30**	**5.35**

Dựa vào kết quả bảng tính toán trên đây chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng một trong 2 phương pháp : phương pháp hình học và phương pháp đại số.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp hình học

Sử dụng đồ thị biểu diễn quan hệ giữa EBIT và EPS chúng ta có thể tìm ra được điểm bàng quan, tức là điểm giao nhau giữa các phương án tài trợ ở đó EBIT theo bất kỳ phương án nào cũng mang lại EPS như nhau. Để làm điều này chúng ta xây dựng đồ thị như trên hình vẽ 10.3. Đối với mỗi phương án, chúng ta lần lượt vẽ đường thẳng phản ánh quan hệ giữa EPS với tất cả các điểm của EBIT.

Trước hết trên đồ thị hình 10.3 chúng ta chọn các điểm có hoành độ là 2,7 và tung độ lần lượt là 5,40; 6,30 và 5,35 (5,40 và 5,35 gần nhau nên trên đồ thị chúng gần như trùng nhau). Kế đến chúng ta tìm điểm thứ hai bằng cách lần lượt cho EPS = 0 để tìm ra EBIT tương ứng.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường :

(EBIT – I) (1 – t) – PD = 0

(EBIT – 0) (1 – 0,4) – 0 = 0

(EBIT) 0,6 = 0

EBIT = 0

Nối hai điểm có tọa độ (0, 0) và (2,7, 5,4) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu thông thường.

Với phương án tài trợ bằng nợ :

(EBIT – I) (1 – t) – PD = 0

(EBIT – 600.000) (1 – 0,4) – 0 = 0

(EBIT) 0,6 – 360.000 = 0

EBIT = 360.000/0,6 = 600.000$

Nối hai điểm có tọa độ (0,6, 0) và (2,7, 6,3) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng nợ.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi :

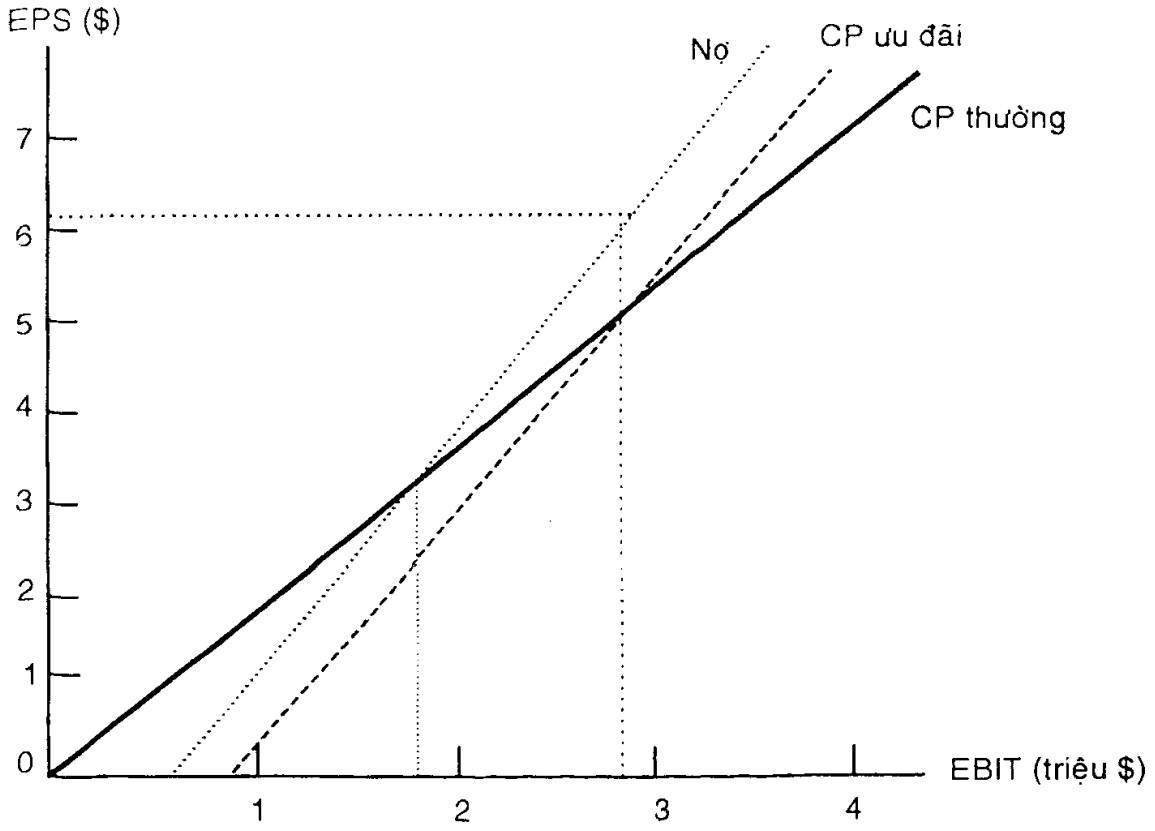
(EBIT – I) (1 – t) – PD = 0

(EBIT – 0) (1 – 0,4) – 550.000 = 0

(EBIT) 0,6 – 550.000 = 0

EBIT = 550.000/0,6 = 916.667$

Nối hai điểm có tọa độ (0,916, 0) và (2,7, 5,35) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi.



***Hình 10.3 :* Đồ thị xác định điểm bàng quan theo 3 phương án.**

Trên hình vẽ 10.3, hai điểm cắt nhau giữa đường thẳng cổ phiếu thường với đường thẳng nợ và cổ phiếu ưu đãi cho chúng ta hai điểm bàng quan vì ở điểm đó các phương án tài trợ đều đem lại cùng EPS.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp đại số

Về mặt đại số, chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng cách áp dụng công thức (10.7) tính EPS theo EBIT cho mỗi phương án, sau đó thiết lập phương trình cân bằng như sau :

$$\frac{(EBIT_{1,2} - I_1)(1 - t) - PD_1}{NS_1} = \frac{(EBIT_{1,2} - t) - PD_2}{NS_2} \qquad (10.8)$$

Trong đó :

$EBIT_{1,2}$ = EBIT bàng quan giữa 2 phương án tài trợ 1 và 2.

I_1, I_2 = Lãi phải trả hàng năm ứng với phương án tài trợ 1 và 2.

PD_1, PD_2 = Cổ tức phải trả hàng năm theo phương án tài trợ 1 và 2.

t = Thuế suất thuế thu nhập công ty.

NS_1, NS_2 = Số cổ phần thông thường ứng với phương án 1 và 2.

Trong ví dụ đang xem xét, chúng ta tìm điểm bàng quan giữa hai phương án tài trợ bằng nợ và cổ phiếu thường bằng cách giải phương trình cân bằng như sau :

Tài trợ bằng cổ phiếu thường — Tài trợ bằng nợ

$$\frac{(EBIT_{1,2} - 0)(1 - 0{,}4) - 0}{300.000} = \frac{(EBIT_{1,2} - 600.000)(1 - 0{,}4) - 0}{200.000}$$

$$(EBIT_{1,2})(0{,}6)(200.000) = (EBIT_{1,2})(0{,}6)(300.000) - (0{,}6)(600.000)(300.000)$$

$$(EBIT_{1,2})(60.000) = 108.000.000.000$$

$$EBIT_{1,2} = 1.800.000\$$$

Thực hiện tương tự, chúng ta có thể tìm được điểm bàng quan giữa hai phương tài trợ bằng cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi là 2,75 triệu USD.

Ý nghĩa của điểm bàng quan

Từ phương pháp hình học cũng như phương pháp đại số chúng ta tìm thấy điểm bàng quan giữa 2 phương án tài trợ bằng nợ và cổ

phiếu thường là 1,8 triệu USD. Điều này có nghĩa gì ? Nếu EBIT thấp hơn điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường tạo ra được EPS cao hơn phương án tài trợ bằng nợ, nhưng nếu EBIT vượt qua điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng nợ mang lại EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường.

Tương tự điểm bàng quan giữa 2 phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi là 2,75 triệu USD. Nếu EBIT nằm dưới điểm này thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường tạo ra EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi, nhưng nếu EBIT vượt qua điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi mang lại EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường.

3.2. Độ bẩy tài chính :

Độ bẩy tài chính (degree of financial leverage - DFL) là một chỉ tiêu định lượng dùng để đo lường mức độ biến động của EPS khi EBIT thay đổi. Độ bẩy tài chính ở một mức độ EBIT nào đó được xác định như là phần trăm thay đổi của EPS khi EBIT thay đổi 1 phần trăm. Do đó :

$$\begin{matrix}\text{Độ bẩy tài chính} \\ \text{(DFL)} \\ \text{ở mức EBIT}\end{matrix} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi lợi nhuận trên cổ phần (EPS)}}{\text{Phần trăm thay đổi của EBIT}}$$

$$\text{Hay là :} \quad DFL_{EBIT} = \frac{\%\,\Delta\,EPS}{\%\,\Delta\,EBIT} = \frac{\Delta\,EPS\,/\,EPS}{\Delta\,EBIT\,/\,EBIT}$$

Từ công thức (10.7), chúng ta đã biết EPS = [(EBIT - I)(1-t) - PD]/NS và vì I và PD là hằng số nên ΔI và ΔPD bằng 0.

$$\Delta EPS = \frac{(\Delta\,EBIT - \Delta\,I)\,(1-t) - \Delta\,PD}{NS} = \frac{\Delta\,EBIT\,(1-t)}{NS}$$

$$\frac{\Delta\,EPS}{EPS} = \frac{\dfrac{\Delta\,EBIT\,(1-t)}{NS}}{\dfrac{(EBIT - I)\,(1-t) - PD}{NS}} = \frac{\Delta\,EBIT\,(1-t)}{(EBIT - I)\,(1-t) - PD}$$

$$DFL_{EBIT} = \frac{\frac{\Delta EBIT\,(1-t)}{(EBIT - I)(1-t) - PD}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

$$= \left[\frac{\Delta EBIT\,(1-t)}{(EBIT - I)(1-t) - PD}\right]\left[\frac{EBIT}{\Delta EBIT}\right]$$

$$= \frac{EBIT\,(1-t)}{(EBIT - I)(1-t) - PD}$$

Chia cả tử và mẫu số của biểu thức này cho (1 – t), ta được :

$$DFL_{EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I - [PD / (1-t)]} \qquad (10.9)$$

Trường hợp đặc biệt chỉ xét độ bẩy tài chính khi sử dụng phương án tài trợ bằng nợ thì PD = 0. Khi đó :

$$DFL_{EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I} \qquad (10.10)$$

Trong ví dụ chúng ta đang xem xét, độ bẩy tài chính xác định theo công thức (10.9) như sau :

Dùng phương án tài trợ bằng nợ

$$DFL_{EBIT=2.700.000} = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{2.700.000}{2.700.000 - 600.000} = 1{,}29$$

Dùng phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi

$$DFL_{EBIT=2.700.000} = \frac{EBIT}{EBIT - I - [PD / (1-t)]}$$

$$= \frac{2.700.000}{2.700.000 - [550.000 / (1 - 0{,}4)]} = 1{,}51$$

Như vậy, độ bẩy tài chính của phương án tài trợ bằng nợ là 1,29 còn phương án tài trợ bằng cổ phiếu đãi là 1,51. Có hai câu hỏi đặt ra ở đây :

- Độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ, điều này có ý nghĩa gì ?

- Khi nào độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ ?

Độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi (DFL = 1,51) lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ (DFL = 1,29) có nghĩa là mức biến động của EPS khi EBIT biến động đối với phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi cao hơn mức biến động của EPS khi EBIT biến động đối với phương án tài trợ bằng nợ. Khi nào độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn hay nhỏ độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ ? Điều này phụ thuộc vào vấn đề tiết kiệm thuế do sử dụng nợ so với chi phí trả cổ tức.

Nếu chi phí trả cổ tức (PD) lớn hơn phần chênh lệch giữa lãi và tiết kiệm thuế do sử dụng nợ (1 – t)I, ta có :

$$PD > (1 - t)\, I \Rightarrow \frac{PD}{1-t} > I \Rightarrow EBIT + \frac{PD}{1-t} > EBIT + I$$

$$EBIT - I > EBIT - \frac{PD}{1-t}$$

$$\frac{EBIT}{EBIT - I} < \frac{EBIT}{EBIT - \dfrac{PD}{1-t}} \Rightarrow DFL_{(nợ)} < DFL_{(Cp\ ưu\ đãi)}$$

Nếu chi phí trả cổ tức (PD) nhỏ hơn phần chênh lệch giữa lãi và tiết kiệm thuế do sử dụng nợ (1 – t)I, ta có :

$$PD < (1 - t)\, I \Rightarrow \frac{PD}{1-t} < I \Rightarrow EBIT + \frac{PD}{1-t} < EBIT + I$$

$$EBIT - I < EBIT - \frac{PD}{1-t}$$

$$\frac{EBIT}{EBIT - I} > \frac{EBIT}{EBIT - \dfrac{PD}{1-t}} \Rightarrow DFL_{(nợ)} > DFL_{(Cp\ ưu\ đãi)}$$

3.3. Độ bẩy tài chính và rủi ro tài chính :

Rủi ro tài chính là rủi ro biến động lợi nhuận trên cổ phần kết hợp với rủi ro mất khả năng chi trả phát sinh do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính. Khi công ty gia tăng tỷ trọng nguồn tài trợ có chi phí cố định trong cơ cấu nguồn vốn thì dòng tiền tệ cố định chi ra để trả

lãi hoặc cổ tức cũng gia tăng. Kết quả là xác suất mất khả năng chi trả tăng theo. Để minh họa điều này, chúng ta xem xét hai công ty A và B đều có EBIT là 80.000$. Công ty A không sử dụng nợ trong khi công ty B có phát hành 200.000$ trái phiếu vĩnh cữu với lãi suất 15%. Như vậy hàng năm công ty B phải trả 30.000$ tiền lãi. Nếu EBIT của hai công ty giảm xuống còn 20.000$ thì công ty B lâm vào tình trạng mất khả năng chi trả trong khi công ty A thì không.

Bây giờ, chúng ta sẽ xem xét rủi ro do sự biến động của EPS. Giả sử EBIT của công ty A và B là biến ngẫu nhiên có giá trị kỳ vọng là 80.000$ với độ lệch chuẩn là 40.000$. Công ty A không sử dụng nợ nhưng có 4.000 cổ phần với mệnh giá 10$/cổ phần công ty B có nợ phát hành trái phiếu trị giá 200.000$ và 2.000 cổ phần với mệnh giá 10$/cổ phần. Bảng 10.5 phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến EPS của hai công ty.

***Bảng 10.5* : Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên EPS.**

	Công ty A	**Công ty B**
Phần A : Dự báo thông tin về thu nhập		
Lợi nhuận trước thuế và lãi kỳ vọng [E(EBIT)]	$80.000	$80.000
Lãi (I)	--	30.000
Lợi nhuận trước thuế kỳ vọng [E(EBT)]	80.000	50.000
Thuế kỳ vọng [E(EBT) x t]	32.000	20.000
Lợi nhuận kỳ vọng dành cho cổ đông thường [E(EACS)]	48.000	30.000
Lợi nhuận trên cổ phần kỳ vọng [E(EPS)]	12	15
Phần B : Các bộ phận rủi ro		
Độ lệch chuẩn của lợi nhuận trên cổ phần $(\sigma_{EPS})^{(1)}$	6	12
Hệ số biến đổi của EBIT $[\sigma_{EBIT}/E(EBIT)]$	0,50	0,50
$DFL_{E(EBIT)=80.000}$ E(EBIT)/[E(EBIT) – I – PD/(1–t)]	1,00	1,60
Hệ số biến đổi của EPS $[\sigma_{EPS}/E(EPS)]$	0,50	0,80

(1) Nhớ rằng với bất kỳ biến ngẫu nhiên X thì $\sigma_{(a+bx)} = b\sigma_x$

Cần lưu ý cách tính độ lệch chuẩn của EPS.

Chúng ta biết rằng :

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS} = -\frac{PD}{NS} + \frac{(1 - t)}{NS} EBIT$$

$$\sigma_{EPS} = \frac{(1 - t)}{NS} \sigma_{EBIT} = \frac{(1 - 0,4)}{2000} 40.000 = 12$$

Nhìn vào bảng 10.5, chúng ta thấy rằng do sử dụng nguồn tài trợ từ nợ và EBIT vượt qua điểm bàng quan nên công ty B có EPS cao hơn công ty A nhưng đòn bẩy tài chính cũng làm cho công ty B rủi ro hơn công ty A. Điều này thể hiện ở chỗ công ty B có độ lệch chuẩn của EPS, độ bẩy tài chính và hệ số biến đổi của EPS đều cao hơn công ty A.

4. TỔNG HỢP ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG VÀ ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH

Khi đòn bẩy tài chính được sử dụng kết hợp với đòn bẩy hoạt động chúng ta có đòn bẩy tổng hợp (Combined or total leverage). *Như vậy,* đòn bẩy tổng hợp là việc công ty sử dụng kết hợp cả chi phí hoạt động và chi phí tài trợ cố định. *Khi sử dụng kết hợp,* đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính có tác động đến EPS khi số lượng tiêu thụ thay đổi qua 2 bước. *Bước thứ nhất,* số lượng tiêu thụ thay đổi làm thay đổi EBIT (tác động của đòn bẩy hoạt động). *Bước thứ hai,* EBIT thay đổi làm thay đổi EPS (tác động của đòn bẩy tài chính). Để đo lường mức độ biến động của EPS khi số lượng tiêu thụ thay đổi người ta dùng chỉ tiêu độ bẩy tổng hợp (degree of total leverage - DTL).

Độ bẩy tổng hợp của công ty ở mức sản lượng (hoặc doanh thu) nào đó bằng phần trăm thay đổi của EPS trên phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu).

$$\text{Độ bẩy tổng hợp ở mức sản lượng (hoặc doanh thu)} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi của EPS}}{\text{Phần trăm thay đổi sản lượng (hoặc doanh thu)}}$$

Về mặt tính toán, độ bẩy tổng hợp (DTL) chính là tích số của độ bẩy hoạt động với độ bẩy tài chính :

$$DTL_{Q \text{ đơn vị hoặc } S \text{ đồng}} = DOL \times DFL \qquad (10.11)$$

Thay công thức (10.5), (10.6) và (10.9) vào (10.11) chúng ta có được công thức tính độ bẩy tổng hợp theo sản lượng :

$$DTL_Q = \frac{Q\,(P - V)}{Q\,(P - V) - F - I - [PD / (1 - t)]} \qquad (10.12)$$

và độ bẩy tổng hợp theo doanh thu :

$$DTL_S = \frac{EBIT + F}{EBIT - I - [PD / (1 - t)]} \qquad (10.13)$$

Ví dụ công ty sản xuất xe đạp có đơn giá bán là 50$, chi phí biến đổi đơn vị là 25$ và chi phí cố định là 100.000$. *Giả sử thêm rằng* công ty sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay 200.000$ với lãi suất 8%/năm và thuế suất thuế thu nhập của công ty là 40%. Độ bẩy tổng hợp ở mức sản lượng 8.000 chiếc là :

$$DTL_{8000} = \frac{8.000\,(50 - 25)}{8.000\,(50 - 25) - 100.000 - 16.000} = 2,38$$

TÓM TẮT NỘI DUNG

Đòn bẩy tổng hợp liên quan đến việc sử dụng chi phí cố định nhằm nỗ lực gia tăng EPS cho cổ đông khi sản lượng tiêu thụ hoặc doanh thu tăng. Tác động của đòn bẩy tổng hợp được đo lường bằng chỉ tiêu độ bẩy tổng hợp (DTL). Tác động này tổng hợp từ tác động của đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy hoạt động liên quan đến việc sử dụng chi phí hoạt động cố định nhằm nỗ lực gia tăng lợi nhuận hoạt động trước thuế và lãi (EBIT). Tác động của đòn bẩy hoạt động được đo lường bằng chỉ tiêu độ bẩy hoạt động (DOL). Đòn bẩy tài chính liên quan đến việc sử dụng chi phí tài trợ cố định nhằm nỗ lực gia tăng EPS cho cổ đông. Tác động của đòn bẩy tài chính được đo lường bằng chỉ tiêu độ bẩy tài chính (DFL). Giám đốc tài chính cần lưu ý rằng đòn bẩy trong tài chính là con dao hai lưỡi. Nếu hoạt động của công ty tốt đòn bẩy sẽ khuếch đại cái tốt lên gấp bội lần. Ngược lại, nếu hoạt động của công ty xấu thì đòn bẩy sẽ khuếch đại cái xấu lên bội lần.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Hãy liên hệ khái niệm đòn bẩy trong vật lý học với đòn bẩy trong tài chính để từ đó hiểu rõ thêm bản chất của đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính và đòn bẩy tổng hợp là gì ?
2. Tại sao công ty sử dụng đòn bẩy hoạt động ? Nêu vài ví dụ minh họa việc sử dụng đòn bẩy hoạt động trong thực tế, qua đó, chỉ ra mặt lợi và bất lợi của đòn bẩy hoạt động ?
3. Thế nào là điểm hòa vốn trong đòn bẩy hoạt động ? Điểm hòa vốn có ý nghĩa gì ?
4. Điểm hòa vốn và độ bẩy hoạt động có liên hệ như thế nào ? Chỉ rõ cụ thể mối liên hệ đó.
5. Tại sao công ty sử dụng đòn bẩy tài chính ? Nêu vài ví dụ minh họa việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong thực tế, qua đó, chỉ ra mặt lợi và bất lợi của đòn bẩy tài chính ?
6. Thế nào là điểm bàng quan trong đòn bẩy tài chính ? Điểm bàng quan có ý nghĩa gì ?
7. Nêu ra công thức tính EPS. Dựa vào công thức này làm thế nào để xác định điểm bàng quan giữa hai phương án tài trợ bằng nợ và cổ phiếu phổ thông; và giữa hai phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông ?
8. Nêu ý nghĩa kinh tế của các chỉ tiêu độ bẩy hoạt động (DOL), độ bẩy tài chính (DFL) và độ bẩy tổng hợp (DTL).

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Công ty Sơn Bạch Tuyết đang xem xét kế hoạch sản xuất một loại sơn đặc biệt, có tên gọi là sơn Special. Chi phí hoạt động cố định cho sản xuất loại sơn này là 3 tỷ đồng một năm. Chi phí biến đổi trên mỗi hộp sơn là 175.000 đồng và giá bán trung bình là 200.000 đồng một hộp.

a. Số lượng tiêu thụ và doanh thu hòa vốn hàng năm là bao nhiêu ?

b. Nếu chi phí biến đổi giảm còn 168.000 đồng một hộp thì điều gì sẽ xảy ra đối với điểm hòa vốn ?

c. Nếu chi phí cố định tăng đến 3,75 tỷ đồng một năm thì điểm hòa vốn sẽ bị ảnh hưởng thế nào ?

d. Tính độ bẩy hoạt động ở mức tiêu thụ 160.000 hộp.

e. Nếu doanh số tiêu thụ tăng 15% từ mức 160.000 hộp thì lợi nhuận hoạt động (EBIT) thay đổi bao nhiêu phần trăm ?

Bài giải :

a. Số lượng tiêu thụ và doanh thu hòa vốn hàng năm là bao nhiêu ?

Sản lượng tiêu thụ hòa vốn :

$$Q_{BE} = F/(P - V) = 3.000.000.000 / (200.000 - 175.000)$$
$$= 120.000 \text{ hộp.}$$

Doanh thu hòa vốn = Q_{BE} x P = 120.000 x 200.000
= 24 tỷ đồng.

b. Nếu chi phí biến đổi giảm còn 168.000 đồng một hộp thì điều gì sẽ xảy ra đối với điểm hòa vốn ?

Nếu chi phí biến đổi giảm còn 168.000 nghìn đồng thì điểm hòa vốn giảm xuống còn 3.000.000.000 / (200.000 – 168.000) = 93.750 hộp.

c. Nếu chi phí cố định tăng đến 3,75 tỷ đồng một năm thì điểm hòa vốn sẽ bị ảnh hưởng thế nào?

Nếu chi phí biến đổi không đổi nhưng chi phí cố định tăng đến 3,75 tỷ đồng thì điểm hòa vốn sẽ tăng lên đến : 3.750.000.000/ (200.000

- 175.000) = 150.000 hộp. Nếu chi phí biến đổi tăng đồng thời chi phí cố định cũng tăng thì điểm hòa vốn sẽ tăng nếu tốc độ tăng chi phí cố định lớn hơn chi phí biến đổi và ngược lại.

d. Tính độ bẩy hoạt động ở mức tiêu thụ 160.000 hộp.

Độ bẩy hoạt động được tính theo công thức sau : $DOL_Q = Q/(Q - Q_{BE})$. Do đó độ bẩy hoạt động ở mức 160.000 hộp là DOL = 160.000 (160.000 - 120.000) = 4

e. Nếu doanh số tiêu thụ tăng 15% từ mức 160.000 hộp thì lợi nhuận hoạt động (EBIT) thay đổi bao nhiêu phần trăm?

Câu d đã tính DOL = 4 ở mức doanh số 160.000 hộp có nghĩa là từ mức này cứ 1% thay đổi doanh thu thì EBIT thay đổi 4%. Do đó từ mức này nếu doanh số tăng 15% thì EBIT sẽ tăng 4 x 15 = 60%.

Bài 2 :

Công ty X là một công ty hoạt động hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu (không có nợ). Hàng tháng, lợi nhuận sau thuế của công ty là $24.000 trên doanh thu $880.000. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 40%. Sản phẩm duy nhất của công ty sản xuất là "máy in" được bán với giá $200, trong đó biến phí là $150.

a. Chi phí hoạt động cố định hàng tháng của công ty là bao nhiêu ?

b. Sản lượng và doanh thu hòa vốn hàng tháng của công ty là bao nhiêu ?

c. Tính toán và vẽ đồ thị "Độ bẩy hoạt động" (DOL) có số lượng sản xuất và tiêu thụ hàng tháng ở mức 4.000 đơn vị, 4.400 đơn vị, 4.800 đơn vị, 5.200 đơn vị, 5.600 và 6.000 đơn vị ?

d. Đồ thị được vẽ ở câu c và đặc biệt là độ bẩy hoạt động tại mức doanh số hiện hành của công ty nói lên điều gì về sự biến động của lợi nhuận hoạt động của công ty khi doanh số thay đổi ?

Bài giải :

a. Chi phí hoạt động cố định hàng tháng của công ty là bao nhiêu ?

Doanh thu của công ty là 880.000$ và giá bán đơn vị sản phẩm là 200$, như vậy doanh số tiêu thụ là 880.000/200 = 4.400 sản phẩm. Để xác định chi phí cố định (F), chúng ta cần lập cân bằng sau :

LN sau thuế = EBIT(1 - T)

= [Doanh thu - Biến phí - Chi phí cố định] (1 - T)

24.000 = [880.000 - (150*4.400 - F) (1 - 0,4)

Giải phương trình này ta được F = 180.000$

b. Sản lượng và doanh thu hòa vốn hàng tháng của công ty là bao nhiêu ?

Sản lượng hòa vốn được xác định theo công thức :

$$Q_{BE} = \frac{F}{P - V} = \frac{180.000}{200 - 150} = 3.600$$

Doanh thu hòa vốn = 3.600 x 200 = 720.000$

c. Tính toán và vẽ đồ thị "Độ bẩy hoạt động" (DOL) có số lượng sản xuất và tiêu thụ hàng tháng ở mức 4.000 đơn vị, 4.400 đơn vị, 4.800 đơn vị, 5.200 đơn vị, 5.600 và 6.000 đơn vị ?

Độ bẩy hoạt động được xác định theo công thức DOL = Q / (Q - Q_{BE}). Do đó, độ bẩy hoạt động ở mức 4.000, 4.400, 4.800, 5.200, 5.600, và 6.000 đơn vị lần lượt là :

4.000 / (4.000 - 3.600) = 10

4.400 / (4.400 - 3.600) = 5,5

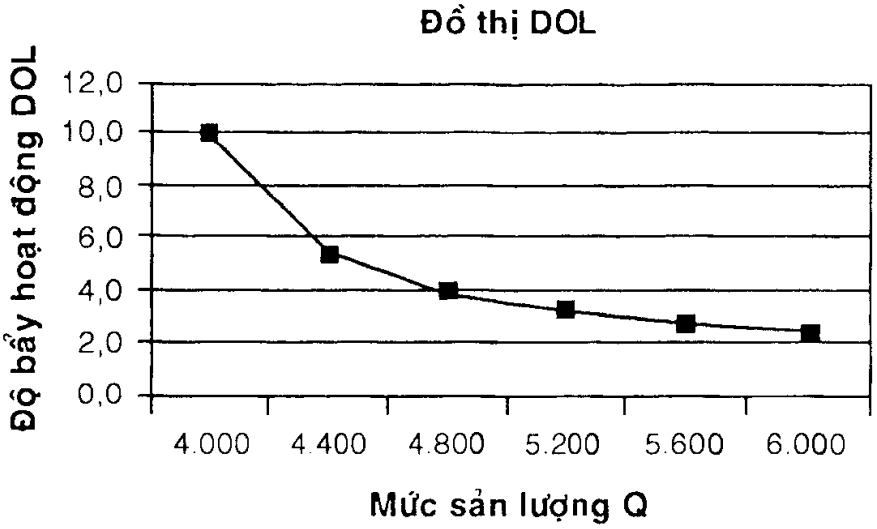
4.800 / (4.800 - 3600) = 4

5.200 / (5.200 - 3.600) = 3,25

5.600 / (5.600 - 3.600) = 2,8

6.000 / (6.000 - 3.600) = 2,5.

Đồ thị DOL như sau :



d. Đồ thị được vẽ ở câu c và đặc biệt là độ bẩy hoạt động tại mức doanh số hiện hành của công ty nói lên điều gì về sự biến động của lợi nhuận hoạt động của công ty khi doanh số thay đổi ?

Đồ thị trên cho thấy các mức sản lượng càng xa điểm hòa vốn thì độ bẩy hoạt động càng thấp, có nghĩa là tốc độ tăng lợi nhuận khi doanh số thay đổi sẽ ngày càng giảm đi.

Bài 3 :

Công ty Y, mới được thành lập, muốn xác định một cấu trúc vốn hợp lý. Công ty có thể vay nợ với lãi suất 16%, hoặc phát hành cổ phiếu ưu đãi với chi phí 15%. Tổng vốn đầu tư của công ty sẽ là 5 triệu USD, và cổ phiếu thường có thể được bán ở mức giá $20/cổ phiếu. Thuế thu nhập công ty được ước đoán là 50%. Bốn cấu trúc vốn khả thi đang được cân nhắc là :

Phương án	Nợ	CP ưu đãi	CP thường
1	0%	0%	100%
2	30%	0%	70%
3	50%	0%	50%
4	50%	20%	30%

a) Hãy vẽ đồ thị EBIT-EPS cho cả 4 phương án với EBIT được kỳ vọng là 1 triệu USD. Nhớ xác định rõ điểm bàng quan và tọa độ tại đó đồ thị cắt với trục hoành.

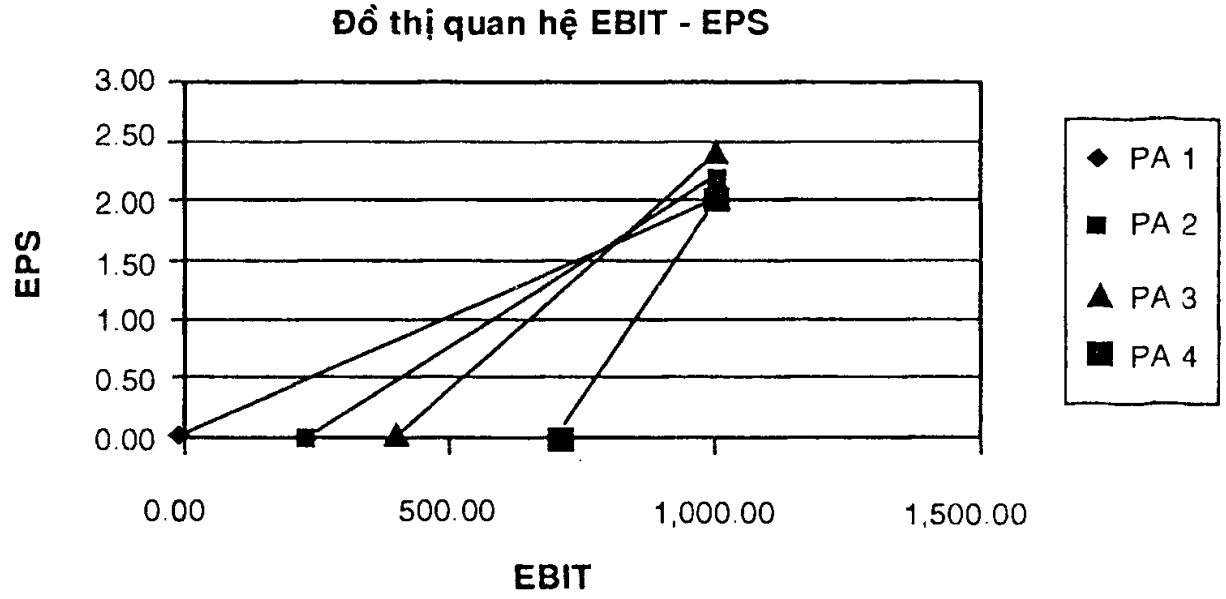
b) Tính độ bẩy tài chính cho tất cả 4 phương án tại EBIT bằng 1 triệu USD.

c) Phương án nào là tốt nhất ? Tại sao ?

Bài giải :

a. Hãy vẽ đồ thị EBIT-EPS cho cả 4 phương án với EBIT được kỳ vọng là 1 triệu USD. Nhớ xác định rõ điểm bàng quan và tọa độ tại đó đồ thị cắt với trục hoành.

Dựa vào kỹ thuật phân tích quan hệ giữa EPS và EBIT như đã trình bày trong phần lý thuyết của chương 9, bạn có thể vẽ đồ thị như sau :



Tọa độ của hai điểm trên đồ thị theo từng phương án cấu trúc vốn như sau :

Phương án 1 : (EBIT; EPS) = (0,00; 0,00) và (1000; 2,00)

Phương án 2 : (EBIT; EPS) = (240,00; 0,00) và (1000; 2,17)

Phương án 3 : (EBIT; EPS) = (400,00; 0,00) và (1000; 2,40)

Phương án 4 : (EBIT; EPS) = (700,00; 0,00) và (1000; 2,00)

Xác định điểm bàng quan :

Phương án 1 và 2 :

$$\frac{(EBIT - 0) \times 0{,}5 - 0}{250} = \frac{(EBIT - 240) \times 0{,}5 \quad 0}{175}$$

$\Leftrightarrow$ EBIT = 800

Tương tự cho các phương án còn lại, điểm bàng quan lần lượt là :

$EBIT_{1,3}$ = 800 $EBIT_{1,4}$ = 1.000

$EBIT_{2,3}$ = 800 $EBIT_{2,4}$ = 1.045

$EBIT_{3,4}$ = 1.150

b. Tính độ bẩy tài chính cho tất cả 4 phương án tại EBIT bằng 1 triệu USD.

Công thức tính độ bẩy tài chính như đã chỉ ra trong chương 9 : DFL = EBIT / (EBIT – I). Áp dụng công thức này ta tính được độ bẩy tài chính của từng phương án :

$$DFL_1 = \frac{1.000}{1.000 - 0} = 1$$

Tương tự : DFL_2 = 1,32, DFL_3 = 1,67, DFL_4 = 3,33.

c. Phương án nào là tốt nhất ? Tại sao ?

Nhìn trên đồ thị hoặc tính toán cụ thể ra, bạn có thể thấy rằng phương án 3 tốt nhất, vì phương án này có EPS cao nhất.

Bài 4 :

Công ty Z hiện có 100.000 cổ phiếu thường đang lưu hành với giá thị trường là \$60/cổ phiếu. Công ty cũng có 2 triệu USD nợ trái phiếu với lãi suất 6%. *Hiện nay,* công ty đang cân nhắc dự án đầu tư mở rộng nhà xưởng trị giá 3 triệu USD. Dự án này có thể được tài trợ theo nhiều phương án. Phương án 1 là toàn bộ giá trị đầu tư mở rộng được tài trợ bằng phát hành thêm cổ phiếu thường với giá phát hành là \$60/cổ phiếu. Phương án 2 là tài trợ toàn bộ bằng nợ vay với lãi suất 8%. Phương án 3 là tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi với chi phí 7%. Phương án 4 là tài trợ 50% bằng cổ phiếu thường với giá phát hành là \$60/cổ phiếu và 50% còn lại được tài trợ bởi trái phiếu với lãi suất 8%.

a. Công ty kỳ vọng là mức EBIT sau khi thực hiện chương trình đầu tư mở rộng là 1 triệu USD, hãy tính EPS cho cả bốn phương án tài trợ, biết thuế suất công ty là 50%.

b. Vẽ đồ thị EBIT-EPS, tính điểm bàng quan giữa các phương án ? Giải thích ?

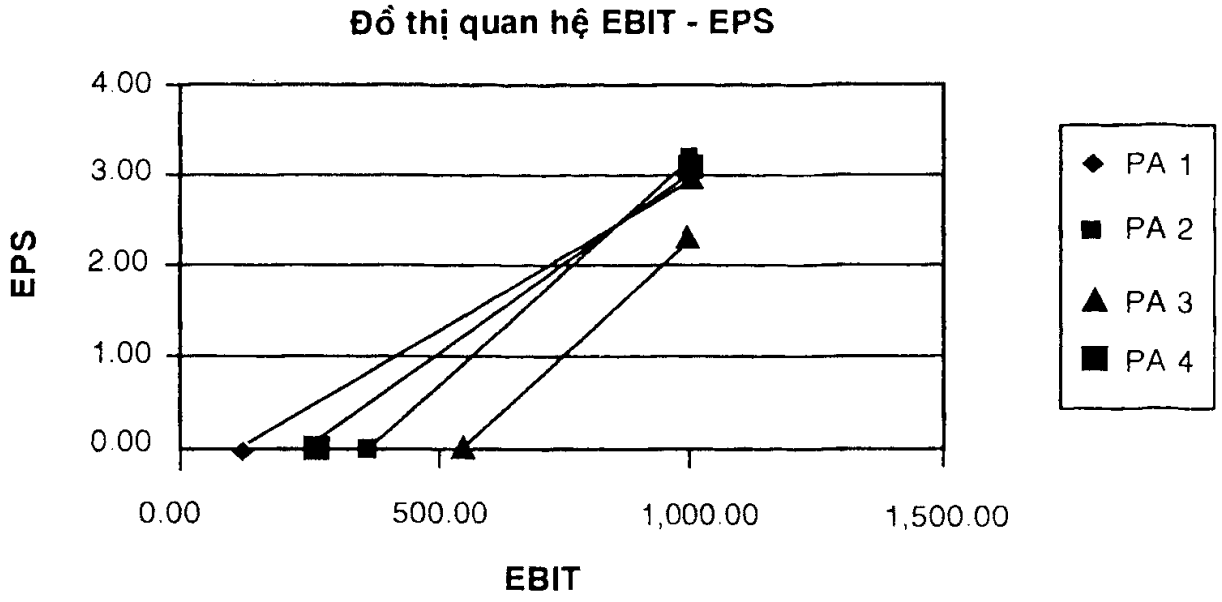
Bài giải :

a. Công ty kỳ vọng là mức EBIT sau khi thực hiện chương trình đầu tư mở rộng là 1 triệu USD, hãy tính EPS cho cả bốn phương án tài trợ, biết thuế suất công ty là 50%.

Dựa vào mức EBIT kỳ vọng là 1 triệu $, bạn có thể lập bảng tính EPS cho cả bốn phương án như sau (đơn vị : 1.000$) :

Phương án	1	2	3	4
EBIT	1.000	1.000	1.000	1.000
Lãi vay	120	360	120	240
Thuế	440	320	440	380
Lợi nhuận sau thuế	440	320	440	380
Cổ tức ưu đãi	0	0	210	0
Lợi nhuận cho CP thường	440	320	230	380
Số cổ phần thường	150	100	100	125
EPS	2,93	3,2	2,3	3,04

b. Vẽ đồ thị EBIT-EPS, tính điểm bàng quan giữa các phương án ? Giải thích ?



Tính điểm bàng quan :

Phương án 1 và 2 :

$$\frac{(EBIT - 120) \times 0,5 - 0}{150} = \frac{(EBIT - 360) \times 0,5 - 0}{100}$$

$\Leftrightarrow$ EBIT = 840

Tương tự cho các phương án còn lại :

$EBIT_{1,3}$ = 1.380 $EBIT_{1,4}$ = 840

$EBIT_{2,3}$ = không có $EBIT_{2,4}$ = 840 $EBIT_{3,4}$ = 1.740

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

BM là công ty sản xuất máy bơm nước kỳ vọng năm tới kiếm được 2,1 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế từ doanh thu 4 tỷ đồng. Giá bán sản phẩm của công ty là 2 triệu đồng và chi phí biến đổi đơn vị là 1,5 đồng. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 28%.

a. Chi phí sản xuất cố định năm tới của công ty là bao nhiêu ?

b. Xác định sản lượng và doanh thu hòa vốn của công ty.

Bài 2 :

Giả sử bạn đang chuẩn bị một báo cáo phân tích cho công ty Hugo. Công ty cung cấp cho bạn dữ liệu hoạt động năm gần đây nhất như sau (Đơn vị : 1.000 đồng) :

Doanh thu	50,439,375
Chi phí biến đổi	25,137,000
Thu nhập trước chi phí cố định	25,302,375
Chi phí cố định	10,143,000
EBIT	15,159,375
Chi phí lãi vay	1,488,375
Thu nhập trước thuế	13,671,000

Thuế (Thuế suất 50%)	6.835,500
Thu nhập ròng	6.835,500

Dựa vào dữ liệu trên đây, giám đốc tài chính công ty yêu cầu bạn trả lời các câu hỏi sau :

a. Ở mức doanh thu này, độ bẩy hoạt động là bao nhiêu ?

b. Độ bẩy tài chính là bao nhiêu ?

c. Độ bẩy tổng hợp là bao nhiêu ?

d. Điểm hòa vốn theo doanh thu là bao nhiêu ?

e. Nếu doanh thu tăng 30% thì EBIT tăng bao nhiêu phần trăm ?

Bài 3 :

Công ty RM chuyên sản xuất và xuất khẩu bếp ga. Giá bán trung bình mỗi sản phẩm là 500$ trong khi chi phí biến đổi đơn vị sản phẩm là 350$. Chi phí cố định trung bình hàng năm là 180.000$.

a. Sản lượng hòa vốn của công ty là mấy ?

b. Công ty phải đạt mức doanh thu là bao nhiêu để có được sản lượng hòa vốn ?

c. Tính độ bẩy hoạt động ở mức sản lượng sản xuất và tiêu thụ 5.000 đơn vị sản phẩm.

d. Giải thích ý nghĩa của độ bẩy hoạt động tính dược ở câu c và cho biết độ bẩy hoạt động ở điểm hòa vốn sẽ như thế nào so với độ bẩy hoạt động ở mức sản lượng như ở câu c ?

Bài 4 :

Một nhóm các thầy cô giáo về hưu cùng nhau thành lập công ty chuyên sản xuất bàn ghế văn phòng. Có hai kế hoạch huy động được xem xét. Kế hoạch A huy động toàn bộ bằng vốn cổ phần. Theo kế hoạch này, 1 triệu cổ phần phổ thông sẽ được bán ở mức giá ròng là 20.000 đồng mỗi cổ phần. Kế hoạch B liên quan đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Công ty sẽ huy động nợ trị giá 6 tỷ đồng với lãi suất 10% và thời hạn là 20 năm. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 50%.

a. Xác định điểm bàng quan của hai phương án tài trợ trên.

b. Soạn thảo một bảng phân tích kết quả kinh doanh ở mức EBIT tìm được ở câu a để chứng tỏ rằng EPS sẽ như nhau bất luận kế hoạch nào được lựa chọn.

c. Vẽ đồ thị phân tích quan hệ EBIT và EPS minh họa cho tình huống trên.

d. Nếu kết quả phân tích tài chính cho thấy rằng EBIT dài hạn hàng năm luôn xoay quanh mức 2,4 tỷ đồng, công ty nên lựa chọn kế hoạch huy động vốn nào ?

Bài 5 :

Công ty BCD hiện có một khoản nợ 3 triệu USD với lãi suất 12%. Công ty đang xem xét các phương án tài trợ cho một chương trình mở rộng trị giá 4 triệu USD.

Phương án 1 : Vay thêm nợ với lãi suất 14%.

Phương án 2 : Phát hành cổ phiếu ưu đãi với cổ tức 12%.

Phương án 3 : Phát hành cổ phiếu phổ thông với giá bán là 16 USD.

BCD hiện có 800.000 cổ phần phổ thông đang lưu hành và phải chịu mức thuế thu nhập công ty là 40%.

a. Nếu hiện tại lợi nhuận trước thuế và lãi của công ty là 1,5 triệu USD thì EPS là bao nhiêu, xét cho ba phương án tài trợ ?

b. Xác định và vẽ đồ thị biểu diễn điểm bàng quan giữa các phương án tài trợ.

c. Tính độ bẩy tài chính (DFL) cho mỗi phương án tài trợ ở mức lợi nhuận trước thuế và lãi là 1,5 triệu USD.

d. Công ty BCD nên chọn phương án tài trợ nào ? Tại sao ?

Bài 6 :

Cô Mỹ Chi vừa tốt nghiệp trường Đại học Kinh tế TP. HCM đang dự định mở một của hàng bán lẻ. Lãi gộp của cửa hàng được hoạch định ở mức 26%. Biến phí đơn vị bằng 50% doanh thu và doanh thu trung bình hàng năm khoảng 3,25 tỷ đồng. Hỏi :

a. Chi phí cố định của hàng nên duy trì ở mức bao nhiêu để cửa hàng đạt được mức lãi gộp như hoạch định ?

b. Điểm hòa vốn theo doanh thu của cửa hàng là bao nhiêu ?

Bài 7 :

PC Inc. hoạch định sản xuất và tiêu thu được 200.000 đơn vị sản phẩm vào năm tới. Tổng chi phí cố định là 300.000 USD và chi phí biến đổi chiếm 60% doanh thu.

a. Nếu công ty muốn đạt được lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) là 250.000 USD thì giá bán sản phẩm phải là bao nhiêu để đạt được kết quả đề ra ?

b. Lập bảng phân tích báo cáo kết quả kinh doanh để làm sáng tỏ kết quả ở câu a.

Bài 8 :

RMM là công ty sản xuất sản phẩm đơn chiếc có giá bán trung bình là 5 triệu đồng một sản phẩm. Chi phí biến đổi của mỗi đơn vị sản phẩm là 3,5 triệu đồng và chi phí cố định trung bình hàng năm là 1.800 triệu đồng. Hỏi :

a. Sản lượng hòa vốn của công ty là bao nhiêu đơn vị sản phẩm ?

b. Doanh thu ở điểm hòa vốn là bao nhiêu ?

c. Ở mức sản lượng 5.000 đơn vị, độ bẩy hoạt động của công ty là bao nhiêu ?

d. Kể từ mức doanh số như ở câu c, lợi nhuận trước thuế và lãi của công ty thay đổi như thế nào nếu như doanh thu tăng 20% ?

Chương 11
QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

■ **MỤC TIÊU :**

Chương này sẽ xem xét công ty ra các quyết định huy động nguồn vốn như thế nào để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Hiểu được mối quan hệ giữa lựa chọn nguồn vốn và việc tạo ra giá trị cho công ty.
2. Biết được cách thức công ty lựa chọn và quyết định sử dụng các nguồn vốn bao gồm nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn như thế nào.
3. Biết cách xác định chi phí sử dụng từng bộ phận vốn nói riêng và chi phí sử dụng vốn trung bình nói chung.
4. Biết ứng dụng cách xác định chi phí sử dụng vốn vào việc quyết định nguồn vốn và ứng dụng cách xác định chi phí sử dụng vốn vào quyết định tỷ suất sinh lợi yêu cầu trong công tác hoạch định vốn đầu tư.

1. QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ VẤN ĐỀ TẠO GIÁ TRỊ CHO CÔNG TY

Trong chương 1, chúng ta đã xem xét sơ bộ qua ba loại quyết định chủ yếu trong quản trị tài chính và nhấn mạnh rằng chỉ có quyết định đầu tư mới tạo ra giá trị cho công ty. Các chương của phần 2 đã trình bày cách thức ra quyết định đầu tư cũng như minh họa chi tiết quyết định đầu tư tạo ra giá trị như thế nào. *Trong phần này,* chúng ta xem xét liệu quyết định tài trợ hay quyết định nguồn vốn có tạo ra giá trị hay không và nếu có thì bằng cách nào ?

Về cơ bản, quyết định nguồn vốn gồm có quyết định nguồn vốn ngắn hạn và quyết định nguồn vốn dài hạn. *Tuy nhiên,* trong tài chính

công ty người ta quan tâm nghiên cứu quyết định nguồn vốn dài hạn hơn là nguồn vốn ngắn hạn. *Thậm chí,* khi bàn đến quyết định nguồn vốn, nếu không nói rõ thêm tức thì người ta hiểu đó là quyết định nguồn vốn dài hạn.

Quyết định nguồn vốn dài hạn bao gồm những quyết định xem công ty nên huy động bao nhiêu vốn chủ sở hữu và bao nhiêu nợ vay, quyết định loại vốn chủ sỡ hữu và loại nợ vay nào công ty nên sử dụng, và quyết định khi nào nên huy động các nguồn vốn đó. Với sự tiến triển không ngừng của các sản phẩm huy động vốn, những năm gần đây người ta thấy rằng quyết định nguồn vốn cũng có thể tạo ra giá trị cho công ty. Có ít nhất ba cách theo đó quyết định nguồn vốn có thể tạo ra giá trị.

1.1. Phỉnh nhà đầu tư (Fool investors) :

Giả sử để tăng vốn, công ty có thể phát hành cổ phiếu hoặc phát hành một loại chứng khoán phức hợp, chẳng hạn phát hành cổ phiếu có kèm theo quyền chọn (warrants). *Thật ra,* 1.000 cổ phiếu như vậy trị giá bằng đúng 500 chứng khoán phức hợp, nhưng bằng cách tạo ra chứng khoán phức hợp công ty có thể làm cho nhà đầu tư hiểu nhầm rằng 500 chứng khoán phức hợp ấy có giá trị cao hơn 1.000 cổ phiếu. *Trong trường hợp này,* chứng khoán phức hợp vừa cung cấp nguồn tài trợ vừa tạo ra giá trị cho công ty. *Tuy nhiên,* theo lý thuyết thị trường vốn hiệu quả nhà đầu tư không dễ dàng bị phỉnh như vậy. Sớm muộn gì họ cũng nhận ra và giá chứng khoán phức hợp nên được thiết lập ở mức cân bằng, tức là bằng giá của 1.000 cổ phiếu thông thường.

1.2. Cắt giảm chi phí hay gia tăng hỗ trợ (Reduce costs or increse subsidies) :

Trong chương 10 cũng như trong môn học Kế toán tài chính, chúng ta đã biết hình thức tài trợ vốn bằng nợ vay tạo ra được lá chắn thuế cho công ty. Lá chắn thuế này giúp công ty tiết kiệm được chi phí hay nói khác đi giúp công ty nhận được sự hỗ trợ từ chính phủ. *Đứng trên góc độ công ty,* tiết kiệm chi phí nhờ sử dụng nợ vay cũng là một kiểu tạo ra giá trị từ quyết định nguồn vốn.

1.3. Tạo ra chứng khoán mới (Create a new security) :

Với tư cách là nhà phát hành trên thị trường vốn, công ty không ngừng phát triển ra những công cụ huy động vốn mới tung ra thị

trường. Nhà kinh tế đoạt giải Nobel, Merton Miller, thấy rằng chúng ta đã chứng kiến cứ mỗi giai đoạn lịch sử 20 năm các công cụ của thị trường vốn phát triển gấp 10 lần[1].

Trước kia, công ty chỉ có phát hành cổ phiếu hoặc trái phiếu đơn thuần, ngày nay công ty có thể phát hành hàng loạt các công cụ hiện đại như trái phiếu không trả lãi định kỳ (zero-coupon bond), kỳ phiếu thả nổi (floating-rate notes), trái phiếu chuyển đổi (convertible bond), trái phiếu có quyền chọn bán (putable bond),... Dù rằng mỗi loại công cụ đều có ưu nhược điểm khác nhau, *nhưng nói chung* những loại chứng khoán mới này không chỉ đơn thuần là sự gộp đôi lại của hai chứng khoán hiện hữu. *Do vậy,* có nhóm khách hàng vì ưa chuộng một đặc tính mới nào đó mà phải trả thêm tiền cho một loại chứng khoán đặc biệt nào đó. *Chẳng hạn,* các nhà đầu tư ngại rủi ro sẵn sàng trả thêm tiền để có được trái phiếu có quyền chọn bán. *Lợi dụng điều này,* công ty có thể tạo ra nhiều loại chứng khoán mới và bán với giá cao hơn chứng khoán thông thường để tạo ra giá trị cho công ty. *Tuy nhiên,* việc tạo ra giá trị theo kiểu này cũng không thể tồn tại lâu dài vì không chóng thì chày các công ty khác sẽ bắt chước theo và phát hành ra loại chứng khoán tương tự. *Khi ấy,* tạo ra áp lực hạ giá bán đối với những loại chứng khoán được xem là mới phát minh này.

2. QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN NGẮN HẠN

2.1. Nhu cầu tài trợ ngắn hạn của công ty :

Trong quá trình hoạt động công ty cần đầu tư vốn vào tài sản lưu động và tài sản cố định. *Về nguyên tắc,* công ty có thể sử dụng nguồn vốn ngắn hạn hoặc dài hạn để tài trợ cho việc đầu tư vào tài sản lưu động. *Tuy nhiên,* do nhu cầu vốn dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định rất lớn nên thông thường công ty khó có thể sử dụng nguồn vốn dài hạn để đầu tư vào tài sản lưu động. *Do vậy,* để đầu tư vào tài sản lưu động, công ty thường phải sử dụng nguồn vốn ngắn hạn.

Nhìn vào bảng cân đối tài sản của công ty chúng ta có thể dễ dàng nhận ra nguồn vốn ngắn hạn mà công ty thường sử dụng để tài trợ cho tài sản lưu động gồm có :

---

(1) M. Miller, "Financial Innovation : The last twenty years and the next", Journal of Financial and Quantitative Analysis, December 1986.

- Các khoản nợ phải trả người bán.
- Các khoản ứng trước của người mua.
- Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước.
- Các khoản phải trả công nhân viên.
- Các khoản phải trả khác, và
- Vay ngắn hạn từ ngân hàng.

Về nguyên tắc, công ty nên tận dụng và huy động tất cả các nguồn vốn ngắn hạn mà công ty có thể tận dụng được. Khi nào thiếu hụt sẽ sử dụng nguồn tài trợ ngắn hạn của ngân hàng. Sự thiếu hụt vốn ngắn hạn của công ty có thể do sự chênh lệch về thời gian và doanh số giữa tiền thu bán hàng (inflows) và tiền đầu tư vào tài sản lưu động (outflows) hoặc do nhu cầu gia tăng đầu tư tài sản lưu động đột biến theo thời vụ. *Do vậy,* nhu cầu tài trợ ngắn hạn của công ty có thể chia thành : nhu cầu tài trợ ngắn hạn thường xuyên và nhu cầu tài trợ ngắn hạn thời vụ. Nhu cầu tài trợ thường xuyên do đặc điểm luân chuyển vốn của công ty quyết định trong khi nhu cầu tài trợ thời vụ do đặc điểm thời vụ của ngành sản xuất kinh doanh quyết định.

2.1.1. Nhu cầu tài trợ ngắn hạn thường xuyên :

Nhu cầu tài trợ ngắn hạn thường xuyên xuất phát từ sự chênh lệch hoặc không ăn khớp nhau về thời gian và quy mô giữa tiền vào (inflows) và tiền ra (outflows) của công ty. Khi công ty tiêu thụ hàng hóa và thu tiền về thì công ty có dòng tiền vào. *Ngược lại,* khi công ty mua nguyên liệu hoặc hàng hóa dự trữ cho sản xuất kinh doanh, công ty có dòng tiền ra. Nếu dòng tiền chi ra lớn hơn dòng tiền thu vào, công ty cần bổ sung thiếu hụt. Khoản thiếu hụt này trước hết bổ sung từ vốn chủ sở hữu và các khoản nợ phải trả khác mà công ty có thể huy động được. Phần còn lại công ty sẽ sử dụng tài trợ bằng cách vay nợ ngân hàng.

2.1.2. Nhu cầu tài trợ ngắn hạn thời vụ :

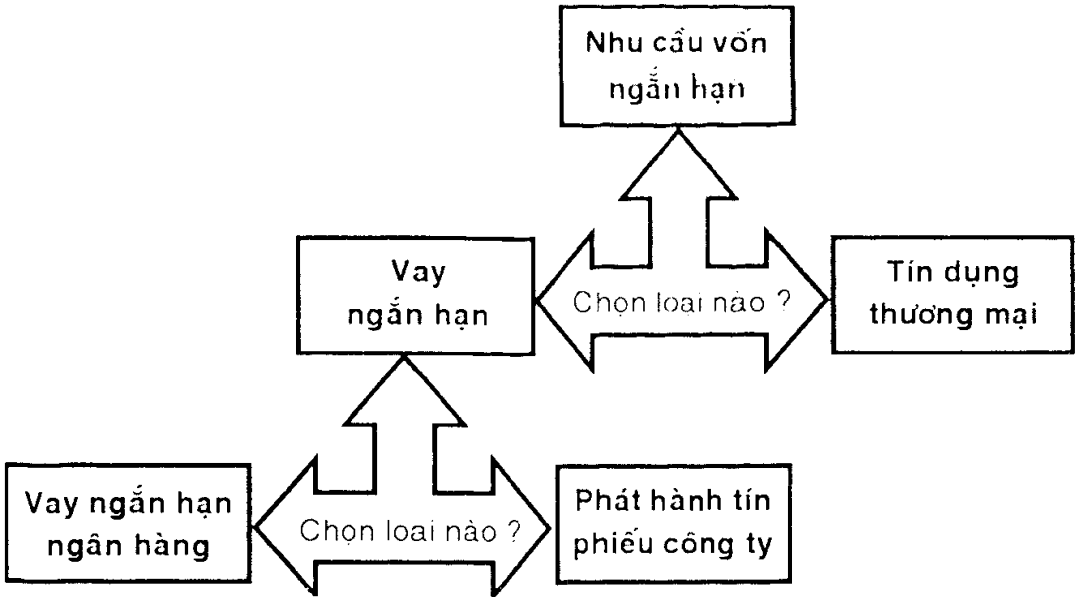
Ngoài nhu cầu tài trợ ngắn hạn thường xuyên, công ty còn có nhu cầu tài trợ ngắn hạn theo thời vụ. Nhu cầu vốn thời vụ xuất phát từ đặc điểm thời vụ của hoạt động sản xuất kinh doanh khiến cho nhu cầu vốn ngắn hạn tăng đột biến. *Chẳng hạn,* công ty sản xuất chế biến xuất khẩu tôm có thể có nhu cầu vốn ngắn hạn tăng đột biến vào mùa

thu hoạch tôm. *Khi ấy,* công ty cần tài trợ vốn ngắn hạn ngân hàng để bổ sung nhu cầu vốn mang tính thời vụ.

Tóm lại, trong quá trình hoạt động, công ty có nhu cầu tài trợ ngắn hạn, thường xuyên hoặc thời vụ. Chính nhu cầu tài trợ này là cơ sở để ngân hàng thực hiện cấp tín dụng cho công ty. Điều này có lợi cho cả hai phía, công ty và ngân hàng. Về phía công ty, việc cấp tín dụng của ngân hàng giúp công ty bổ sung vốn thiếu hụt đảm bảo cho công ty có thể duy trì và mở rộng sản xuất kinh doanh. *Về phía ngân hàng,* việc cấp tín dụng cho công ty giúp ngân hàng "tiêu thụ được sản phẩm" của mình góp phần mang lại lợi nhuận cho ngân hàng. *Tuy nhiên,* cần lưu ý rằng vay ngắn hạn ngân hàng không phải là hình thức huy động vốn duy nhất, công ty có thể huy động vốn bằng hình thức phát hành tín phiếu công ty (commercial papers) thay vì vay ngắn hạn ngân hàng.

2.2. Nguồn vốn tài trợ ngắn hạn :

Nguồn tài trợ ngắn hạn là những nguồn tài trợ công ty có thể huy động đưa vào sử dụng trong một khoảng thời gian ngắn hạn dưới một năm. Nguồn tài trợ này dùng để đầu tư vào tài sản lưu động, bao gồm tiền cho giao dịch; khoản phải thu và tồn kho. Nhìn vào bảng cân đối tài sản của công ty, chúng ta có thể thấy nguồn tài trợ ngắn hạn thường bao gồm các nguồn sau : phải trả người bán, vay ngắn hạn ngân hàng, vay ngắn hạn khác, và các khoản phải trả khác. Các quyết định lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn có thể tóm tắt trên hình 11.1.



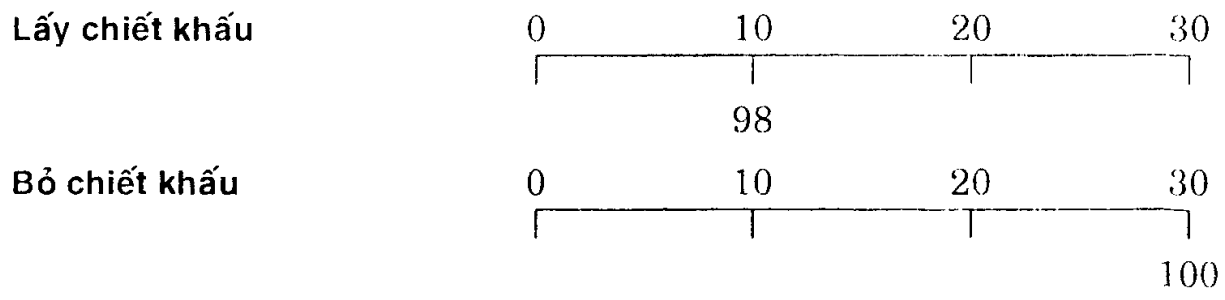
Hình 11.1 : **Các quyết định lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn.**

Nợ ngắn hạn phải trả là loại nợ có thời hạn dưới một năm. Công ty thường sử dụng loại nợ này để tài trợ cho việc đầu tư vào tài sản lưu động. Trong việc lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn, giám đốc tài chính thường băn khoăn giữa lựa chọn : vay hay là sử dụng tín dụng thương mại, và giữa vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu công ty. *Bởi lẽ* hình thức tài trợ nào cũng có mặt thuận lợi và mặt bất lợi của nó và tùy thuộc vào từng hoàn cảnh nhất định, cho nên việc lựa cho nguồn tài trợ ngắn hạn cần được phân tích và cân nhắc kỹ từng yếu tố tác động.

2.3. Quyết định lựa chọn nguồn vốn ngắn hạn :

2.3.1. Vay hay là sử dụng tín dụng thương mại ?

Tín dụng thương mại là các khoản tín dụng phát sinh trong quan hệ mua chịu hàng hóa. Nó chính là các khoản phải trả cho nhà cung cấp. Công ty có thể tận dụng nguồn vốn ngắn hạn này thay cho nguồn vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng hoặc từ thị trường tiền tệ. Vấn đề đặt ra là khi nào nên vay và khi nào nên sử dụng nguồn tài trợ từ nhà cung cấp ? *Nên nhớ rằng* tài trợ từ nhà cung cấp không phải là nguồn tài trợ miễn phí, chi phí của nó ngầm định trong giá bán hàng hóa. *Ví dụ* nhà cung cấp bán chịu hàng hóa cho công ty trị giá 100 triệu đồng theo điều khoản "2/10 net 30", có nghĩa là công ty được mua chịu trong vòng 30 ngày, nếu trả trong vòng 10 ngày sẽ được chiết khấu 2%. Với điều khoản bán chịu này, công ty phải quyết định lựa chọn : (1) lấy chiết khấu 2% và bỏ qua khoảng thời gian tài trợ thương mại 20 ngày thay vào đó bằng khoản vay khác, (2) bỏ qua chiết khấu 2% để lấy khoản tài trợ thương mại trong vòng 20 ngày.

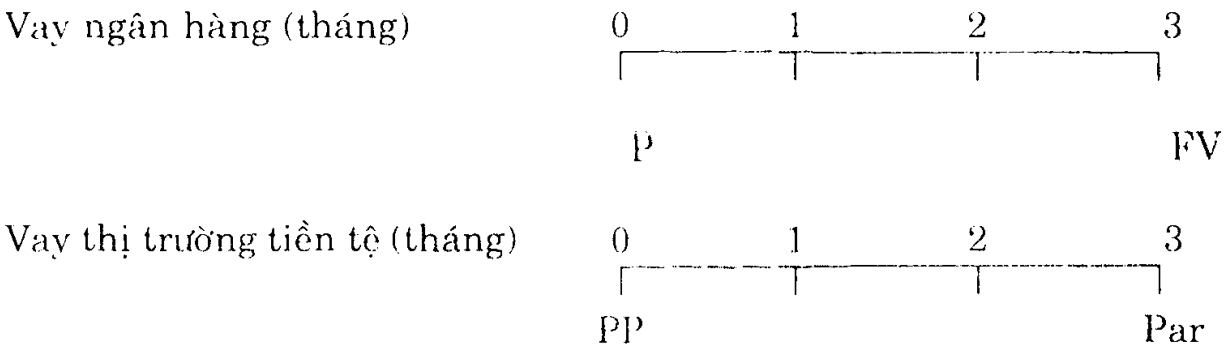


Nếu lấy chiết khấu thì công ty phải trả 98 triệu vào ngày thứ 10 và, do đó, được lợi ích là 2 triệu đồng và bỏ qua khoản tài trợ thương mại trị giá 98 triệu trong khoảng thời gian là 20 ngày. Công ty có thể vay ngân hàng với lãi suất 1%/ tháng hay 12%/năm để trả cho người

bán và lấy chiết khấu 2% trị giá hóa đơn. Chúng ta có thể sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền với suất chiết khấu bằng 12%/năm hay 1%/tháng để quy đổi số tiền 100 triệu đồng về hiện giá tại thời điểm mà công ty phải trả tiền nếu chọn phương án lấy chiết khấu. Hiện giá PV(100) = 100 / [1 + (0,12 x 20 / 365)] = 99,35 triệu đồng. *Như vậy* thật ra chi phí để thay thế khoản tín dụng thương mại này bằng chi phí vay vốn là 100 - 99,35 = 0,65 triệu đồng trong khi lợi ích nếu lấy chiết khấu là 2 triệu đồng. *Do đó,* công ty nên lấy chiết khấu, tức là nên đi vay thay vì sử dụng tín dụng thương mại.

2.3.2. Vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu công ty ?

Một khi đã quyết định công ty nên đi vay thay vì sử dụng tín dụng thương mại, bước tiếp theo là công ty quyết định nên vay ngân hàng hay là vay trên thị trường tiền tệ bằng cách phát hành tín phiếu công ty (commercial paper). *Tín phiếu công ty là giấy chứng nhận nợ ngắn hạn do công ty phát hành để huy động vốn ngắn hạn bù đắp cho thiếu hụt tiền tạm thời.* Việc lựa chọn giữa vay ngân hàng hay là vay trên thị trường tiền tệ dựa trên cơ sở so sánh chi phí của hai loại vay này. Chi phí vay ngân hàng bao gồm lãi và chi phí giao dịch trong khi chi phí vay trên thị trường tiền tệ bao gồm lãi và chi phí phát hành. Mô hình chiết khấu dòng tiền cũng có thể sử dụng trong trường hợp này.



- *Trong trường hợp vay ngân hàng,* công ty sẽ nhận một số tiền là P ở hiện tại và sau này hoàn trả lại ngân hàng một số tiền là FV lớn hơn P. Chi phí cho khoản vay này tính theo năm là : $i = \left(\frac{FV - P}{P}\right)\frac{360}{n}$, *trong đó* n là số ngày của thời hạn vay.

- *Trong trường hợp vay thị trường tiền tệ*, công ty sẽ phát hành một tín phiếu công ty có mệnh giá là Par và bán ra thị trường với giá bán ròng sau khi trừ chi phí phát hành là PP, chi phí huy động vốn trên thị trường tiền tệ tính theo năm sẽ là : $Y_{cp} = \frac{Par - PP}{PP} \times \frac{360}{n}$, trong đó n là thời hạn của tín phiếu.

Với hai mô hình xác định chi phí trên đây, việc lựa chọn giữa vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu chỉ còn là chuyện so sánh giữa Y_{cp} và i xem phương án nào có chi phí nhỏ hơn thì chọn phương án đó.

Tín phiếu công ty thường chỉ được phát hành bởi nhưng công ty lớn có uy tín và được xếp hạng tín dụng cao. Nếu không có uy tín thì rủi ro của nhà đầu tư khi mua tín phiếu công ty cao hơn là gửi tiền vào ngân hàng, khi ấy công ty phải trả tỷ suất lợi nhuận cao hơn lãi suất ngân hàng mới huy động được vốn. Nhưng nếu vậy thì chi phí huy động vốn của công ty trở nên quá cao, ngay cả cao hơn lãi suất vay ngân hàng. *Khi ấy,* đối với công ty, đi vay ngân hàng còn rẻ hơn là phát hành tín phiếu huy động vốn ngắn hạn. *Do đó,* công ty muốn phát hành tín phiếu huy động vốn thì uy tín tín dụng của công ty phải cao hơn ngân hàng mới có cơ hội huy động vốn rẻ hơn vay ngân hàng. *Thực tế ở Việt Nam hiện nay* chưa thấy công ty nào có đủ uy tín để có thể phát hành tín phiếu huy động vốn.

Tóm lại, trong quá trình hoạt động do ngân lưu vào và ngân lưu ra ít khi trùng khớp nhau nên công ty phát sinh nhu cầu tài trợ ngắn hạn. *Đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn,* công ty có thể sử dụng các nguồn nợ phải trả trước, nếu thiếu thì huy động thêm nợ vay ngắn hạn. Để sử dụng nợ vay ngắn hạn, công ty có thể vay ngân hàng hoặc phát hành tín phiếu công ty. Việc lựa chọn nguồn vốn ngắn hạn nào tùy thuộc vào (1) chi phí huy động nguồn vốn đó so với các nguồn vốn khác, và (2) khả năng thương lượng để có được nguồn vốn đó. Ngoài nhu cầu tài trợ ngắn hạn, công ty còn có nhu cầu tài trợ dài hạn để đầu tư vào tài sản lưu động thường xuyên và tài sản cố định. Phần tiếp theo sẽ xem xét những vấn đề liên quan đến quyết định nguồn tài trợ dài hạn của công ty.

3. QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN DÀI HẠN

3.1. Nhu cầu tài trợ dài hạn :

Nhu cầu vốn dài hạn của công ty trước hết xuất phát từ nhu cầu đầu tư vốn vào các dự án đầu tư, kế đến là nhu cầu đầu tư vài tài sản lưu động thường xuyên. *Như đã chỉ ra trong chương 7*, trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh công ty thường phát sinh nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, thay thế tài sản cố định, cải tiến quy trình sản xuất kinh doanh nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm hoặc giảm chi phí,... *Nói chung* công ty có nhu cầu đầu tư vào một dự án đầu tư. *Cần lưu ý*, dự án ở đây hiểu theo nghĩa rộng là bất cứu kế hoạch dài hạn nào cần bỏ vốn ra và thu hồi về với thời hạn lớn hơn một năm, chứ không phải chỉ có giới hạn trong dự án đầu tư vào tài sản cố định. *Tuy nhiên*, để đơn giản chúng ta thường xem xét dự án đầu tư tài sản cố định như là điển hình về nhu cầu vốn đầu tư. Chương 7 cũng đã chỉ ra phương pháp phân tích để quyết định xem có nên đầu tư vào một dự án nào đó hay không. Một khi quyết định đầu tư đã được xác lập, vấn đề tiếp theo là công ty quyết định nên sử dụng hay tìm nguồn vốn nào để đầu tư dự án ? *Một cách tổng quát*, nguồn vốn đầu tư dài hạn công ty có thể sử dụng bao gồm hai nguồn chính : vốn chủ sở hữu và nợ vay dài hạn.

3.2. Các nguồn vốn tài trợ dài hạn :

3.2.1. Nguồn vốn cổ phần thường :

Nguồn vốn chủ sỡ hữu là nguồn vốn do chủ sở hữu đóng góp vào hoặc lợi nhuận thuộc về chủ sở hữu nhưng chưa được phân chia mà giữ lại cho mục đích tái đầu tư. Tùy theo loại hình doanh nghiệp, vốn chủ sở hữu có tên gọi khác nhau. Trong công ty cổ phần vốn chủ sỡ hữu chính là vốn của cổ đông, do cổ đông góp vào dưới hình thức cổ phần, thường gọi là vốn cổ phần, và lợi nhuận thuộc về cổ đông nhưng được công ty giữ lại tái đầu tư. Vốn cổ phần còn được chia thành vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường hay vốn cổ phần phổ thông. Nhìn vào bảng cân đối kế toán của công ty, chúng ta thấy nguồn vốn này được phản ảnh bên tay phải và là một trong hai nguồn vốn chủ yếu của công ty. Ví dụ 1 dưới đây minh họa vốn cổ phần của công ty ABC bao gồm các khoản trích dẫn từ bảng cân đối kế toán.

Ví dụ 1 : **Minh họa vốn cổ phần của công ty ABC.**

Công ty ABC Ltd. **Cổ phần thường và vốn khác của cổ đông (Đơn vị : Triệu đồng)**	
Cổ phần thường, mệnh giá 10.000đ, được phép phát hành 1,6 tỷ cổ phần, đã phát hành 1.453,4 triệu cổ phần	1.453.4
Thặng dư vốn phát hành cao hơn mệnh giá	1.024.5
Lợi nhuận giữ lại	12.544.0
Cổ phiếu ngân quỹ ở mức giá mua	(11.008,6)
Các khoản khác – Điều chỉnh tổn thất ngoại hối	(961)
Tổng cộng	**3.052,3**

Nguồn : Trích bảng cân đối kế toán công ty ABC.

Liên quan đến các khoản mục phản ảnh vốn cổ phần, có một số khái niệm cần làm rõ dưới đây :

Cổ phiếu có mệnh giá và không có mệnh giá – Chủ sở hữu các cổ phần thường, được gọi là cổ đông, nhận một giấy chứng nhận, gọi là cổ phiếu, về quyền sở hữu các cổ phần đó. *Thường thường* mỗi cổ phiếu đều có ghi mệnh giá, nhưng đôi khi cũng có cổ phiếu không cần ghi mệnh giá. Tổng mệnh giá của cổ phiếu bằng mệnh giá mỗi cổ phần nhân với số lượng cổ phần. *Trong ví dụ trên,* tổng mệnh giá cổ phần đã phát hành bằng 10.000 x 1.453,4 = 145.340.000 triệu đồng. Số tiền này xem như là vốn đã góp của cổ đông (dedicated capital).

Cổ phần được phép phát hành và cổ phần đã phát hành – Trong điều lệ của công ty mới thành lập phải có một điều khoản ghi rõ số cổ phần công ty được phép phát hành (authorized common stock). Hội đồng quản trị có thể sửa đổi điều khoản này để tăng số cổ phần được phép phát hành. Công ty không nhất thiết phải phát hành toàn bộ số cổ phần được phép phát hành. Những cổ phần nào đã phát hành (issued common stock) sẽ hình thành nên vốn đã góp của công ty. Trong ví dụ trên, cổ phần được phép phát hành của ABC là 1,6 tỷ cổ phần nhưng công ty chỉ mới phát hành 1.453,4 triệu cổ phần.

Thặng dư vốn (capital surls) - Phần chênh lệch giữa giá phát hành và mệnh giá của cổ phần, gọi là thặng dư vốn phát hành, cũng đóng góp trực tiếp vào nguồn vốn chủ sở hữu của công ty. Ví dụ công ty phát hành 10.000 cổ phần bán ra thị trường với mức giá là 90.000 đồng trong khi mệnh giá mỗi cổ phần là 10.000 đồng, thặng dư vốn phát hành là 90.000 - 10.000 = 80.000 đồng và tổng thặng dư vốn phát hành là 10.000 (80.000) = 800 triệu đồng. Trong ví dụ công ty ABC trên đây, thặng dư vốn phát hành là 1.024,5 triệu đồng.

Lợi nhuận giữ lại (retained earnings) - Phần lợi nhuận ròng còn lại sau khi đã trừ phần lợi nhuận ròng đà được chia cho cổ đông dưới dạng cổ tức gọi là lợi nhuận giữ lại. Lợi nhuận giữ lại tích lũy qua nhiều năm của công ty ABC là 12.544 triệu đồng.

Giá trị sổ sách của công ty (book value) - Tổng các khoản vốn góp bằng mệnh giá, thặng dư vốn góp, và lợi nhuận tích lũy hình thành nên giá trị sổ sách của công ty. Trong ví dụ đang xem xét, giá trị sổ sách của công ty ABC, sau khi trừ đi cổ phiếu ngân quỹ và điều chỉnh tổn thất ngoại hối, là 3.052,3 triệu đồng. Cổ phiếu ngân quỹ là cổ phiếu mà công ty đã mua trở lại để giảm bớt đi số cổ phần đang lưu hành. Điều chỉnh tổn thất ngoại hối là khoản dự phòng lỗ do biến động tỷ giá hối đoái gây ra tổn thất khi chuyển đổi kế toán.

3.2.2. Nguồn vốn vay dài hạn :

Nguồn vốn vay dài hạn là nguồn vốn công ty có thể huy động được dưới hình thức nợ vay có thời hạn trên một năm. Nguồn vốn này không chỉ bao gồm nợ vay ngân hàng mà còn bao gồm cả nợ huy động qua thị trường vốn dưới hình thức phát hành trái phiếu. Nghiên cứu thực trạng huy động nợ vay của công ty, người ta thấy tùy theo định hướng phát triển thị trường vốn của mỗi quốc gia, công ty thích sử dụng nợ vay ngân hàng hay là phát hành trái phiếu. Ở các nước châu Âu như Pháp, Đức, Thụy Điển,... *nói chung* công ty sử dụng nợ vay từ ngân hàng hơn là vay từ thị trường vốn. *Ngược lại,* ở Mỹ công ty thường huy động vốn dài hạn từ thị trường vốn hơn là vay ngân hàng.

Ở Việt Nam, trước năm 2000, do chưa có thị trường vốn nên công ty chỉ dựa vào ngân hàng để huy động nguồn vốn dài hạn. *Từ sau năm 2000,* ngoài ngân hàng công ty còn có thể huy động vốn qua thị trường vốn dưới hình thức phát hành cổ phiếu và trái phiếu. *Tuy nhiên,* do thói quen và tập quán quản lý nên việc huy động vốn dài hạn qua thị

trường vốn nói chung còn ở mức rất hạn chế. Cả công ty và nhà đầu tư hiện nay cũng còn hạn chế sử dụng kênh huy động và đầu tư vốn này.

Trên thị trường vốn, nợ dài hạn là một cam kết của công ty đi vay sẽ trả lại vốn gốc vào một ngày nhất định. Một cam kết vay nợ dài hạn thường bao gồm những nội dung sau đây : Số tiền gốc hay mệnh giá của khoản vay, lãi suất và cách thức trả lãi, thời hạn của khoản vay và các điều khoản phụ khác.

Nợ dài hạn có thể phân chia thành nhiều loại. Căn cứ vào thời hạn có thể chia thành nợ trung hạn (notes) và nợ dài hạn (bonds). Bonds thường có thời hạn trên 10 năm trong khi notes có thời hạn đến 10 năm. *Tuy nhiên,* ở Việt Nam thường không phân loại theo kiểu này mà phân thành nợ trung hạn, có thời hạn đến 5 năm, và nợ dài hạn, có thời hạn trên 5 năm.

Căn cứ vào tính chất bảo đảm nợ, nợ dài hạn có thể chia thành nợ có bảo chứng (bond) và nợ không có bảo chứng (debentures). *Tuy nhiên* thực tế sử dụng thường không có phân chia theo kiểu này, khi nói đến bonds có nghĩa là nói đến nợ có bảo chứng (secured) lẫn nợ không có bảo chứng (unsecured).

3.2.3. Nguồn vốn cổ phần ưu đãi :

Thực ra, nguồn vốn huy động từ phát hành cổ phần ưu đãi cùng với cổ phần thường có thể xem chung là vốn chủ sở hữu. *Tuy nhiên,* do vốn cổ phần ưu đãi là loại vốn lai (hybrid), vừa có một số tính chất của vốn chủ sở hữu vừa có một số tính chất của nợ nên chúng ta xem xét vốn cổ phần ưu đãi sau khi đã xem xét vốn cổ phần thường và nợ dài hạn. Cổ phiếu ưu đãi giống trái phiếu ở chỗ được hưởng lợi tức cố định và hưởng trước khi trả cổ tức cho cổ phiếu thường. Nhưng khác với trái phiếu, cổ tức cổ phiếu ưu đãi được trả sau khi trả thuế.

Cổ phiếu ưu đãi cũng là chứng nhận quyền sở hữu một phần công ty nhưng khác với cổ phiếu thường ở chỗ cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi được chia cỗ tức và tài sản trước cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường. Chữ ưu đãi có nghĩa là được chia trước cổ tức, nhưng chia trước chưa hẳn được chia nhiều vì cổ tức ưu đãi được chia theo tỷ lệ cố định trong khi cổ tức của cổ phiếu thường được chia sau, nhưng chia phần còn lại thường lớn hơn phần chia trước. Cổ phần ưu đãi giống cổ phần thường ở những điểm sau :

- Vốn cổ phần ưu đãi không có đáo hạn và Hội đồng quản trị có thể quyết định trả hoặc không trả cổ tức ưu đãi. Công ty không bị phá sản nếu không trả được cổ tức ưu đãi. Cổ tức ưu đãi chưa trả có thể tích lũy hoặc không tích lũy qua năm sau. Nếu cổ tức ưu đãi chưa được trả năm nay mà tích lũy qua năm sau thì sang năm công ty phải trả cổ tức ưu đãi của năm trước và năm hiện tại trước khi trả cổ tức cho cổ đông thường.
- Cổ tức ưu đãi được trả sau thuế, do đó, sử dụng vốn cổ phần ưu đãi không giúp cho công ty tiết kiệm được thuế.

3.3. Quyết định lựa chọn nguồn vốn dài hạn :

Như đã chỉ ra trong phần 3.2, để huy động vốn tài trợ cho một dự án dài hạn, công ty có thể lựa chọn sử dụng một trong ba nguồn vốn : cổ phần thường, cổ phần ưu đãi và nợ dài hạn, trong đó nợ dài hạn có thể chọn vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu. Vay ngân hàng cũng có thể chia thành nhiều loại vay và phát hành trái phiếu cũng có thể phát hành bằng nhiều loại khác nhau như trái phiếu thông thường, trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu có kèm quyền chọn bán, trái phiếu có kèm điều khoản mua lại, trái phiếu có lãi suất thả nổi,... Việc có nhiều kênh và nhiều sản phẩm huy động vốn như vậy tạo cho công ty và nhà đầu tư có nhiều cơ hội lựa chọn. Điều này tốt nhưng đôi khi gây ra sự phức tạp làm cho công ty và nhà đầu tư bối rối không biết nên chọn loại nào.

Việc lựa chọn nguồn vốn dài hạn nào, trước tiên cần xem xét đến những thuận lợi và bất lợi của việc huy động nguồn vốn đó, *kế đến là* ngân lưu kỳ vọng của công ty dùng để trang trải chi phí huy động vốn và cuối cùng, nhưng cực kỳ quan trọng, là chi phí huy động nguồn vốn đó.

3.3.1. Lựa chọn dựa vào ưu, nhược điểm của nguồn vốn :

Khi quyết định chọn lựa nguồn vốn, giám đốc tài chính không chỉ có dựa vào chi phí có tính định lượng xác định được mà còn phải dựa vào các yếu tố định tính. Nói chung mỗi nguồn vốn đều có những ưu nhược điểm của nó đối với công ty. Bảng 11.1 dưới đây tóm tắt những ưu nhược điểm của từng loại nguồn vốn đối với công ty.

Bảng 11.1 : **Ưu nhược điểm của từng nguồn vốn.**

ại nguồn vốn	Ưu điểm	Nhược điểm liểm
	• Được khấu trừ thuế	• Bắt buộc trả vốn gốc v: vốn gốc và lãi, áp lực tài chính i chính
	• Có thể tận dụng lợi thế đòn bẩy tài chính để gia tăng lợi nhuận cho cổ đông	• Làm gia tăng rủi ro tà rủi ro tài chính và xấu đi hệ s đi hệ số nợ của công ty ty
phần ưu đãi	• Không phải trả vốn gốc	• Cổ tức không được khấ được khấu trừ thuế
	• Có thể tùy chọn trả hoặc không trả cổ tức	• Khó huy động được vớ được với khối lượng lớn ớn
phần thường	• Không phải trả vốn gốc	• Không được khấu tr khấu trừ thuế
	• Không bị áp lực trả cổ tức	• Bị phân chia phiếu bầ phiếu bầu và tác động đến việ đến việc quản lý công ty ; ty

Tùy theo từng thời điểm và hoàn cảnh cụ thể, công ty nên l ty nên lựa
n nguồn vốn sao cho có thể tận dụng tối đa những ưu điểm và hạiểm và hạn
đến mức tối thiểu nhược điểm của từng loại nguồn vốn. n.

3.3.2. Lựa chọn nguồn vốn dựa vào ngân lưu kỳ vọng của công tyủa công ty :

Ngân lưu kỳ vọng của công ty chính là nguồn mà công ty dcông ty dựa
đó để trang trải tất cả chi phí, kể cả chi phí huy động vốn, vọng vốn, và
g lại lợi tức cho cổ đông. Mục tiêu của quản lý tài chính là đenính là đem
ợi ích tối đa cho cổ đông được đo lường qua chỉ tiêu EPS. TroEPS. Trong
ơng 10 chúng ta đã biết, việc lựa chọn nguồn vốn nào trong lào trong ba
ồn cổ phần thường, cổ phần ưu đãi và nợ vay để đem lại EPS c lại EPS cao
t cho cổ đông tùy thuộc vào EBIT kỳ vọng của công ty. Nếu EBI. Nếu EBIT
vọng vượt qua điểm hòa vốn giữa phương án sử dụng vốn cổ phvốn cổ phần
ơng và cổ phần ưu đãi thì chọn vốn cổ phần ưu đãi sẽ mang lsẽ mang lại
cao hơn. Nếu EBIT vượt qua điểm hòa vốn giữa phương án ương án sử
g vốn cổ phần thường và nợ vay thì chọn nợ vay sẽ mang lại Elang lại EPS
hơn. Cách xác định điểm hòa vốn trong hai trường hợp này hợp này đã
trình bày chi tiết trong chương 10.

Trong Trong các tiêu thức lựa chọn trên đây, chi phí huy động vốn đ vai trò quani trò quan trọng vì suy cho cùng trong tài chính doanh nghiệp quyết định uyết định đều được cân nhắc trên cơ sở so sánh lợi ích và chi *Vì lẽ đó,* việ *lẽ đó,* việc xác định chi phí để làm căn cứ lựa chọn nguồn vốn c tách riêng rch riêng ra để xem xét chi tiết hơn. Phần còn lại của chương nà trình bày chình bày chi tiết hơn về cách tính toán và xác định chi phí của t loại nguồn vại nguồn vốn.

4. XÁC ĐỊ XÁC ĐỊNH CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN

Nói ch Nói chung có ba nguồn vốn dài hạn chính công ty có thể lựa c để huy động huy động vốn đầu tư các dự án và cho hoạt động của công ty. là vốn cổ pl vốn cổ phần ưu đãi, vốn cổ phần thường hay cổ phần phổ thông nợ. Mỗi ngư. Mỗi nguồn vốn có cách tính chi phí khác nhau. *Dưới đây* sẽ xét cách xác cách xác định chi phí cho từng bộ phận vốn.

4.1. Ch 4.1. Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi :

Chi ph Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi chính là chi phí mà côn phải trả choải trả cho việc huy động vốn cổ phần ưu đãi. Do cổ tức trả ch phiếu ưu đãiếu ưu đãi cố định vĩnh viễn, dựa vào công thức định giá cổ pl ta có : P_o = có : $P_o = D_p / R_p$, trong đó P_o là giá bán cổ phiếu ưu đãi, D_p l tức và R_p làc và R_p là suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư.

Khi hu Khi huy động vốn, công ty phải tốn chi phí phát hành, vì thu nhập cu nhập của công ty khi phát hành cổ phiếu ưu đãi là giá bá phiếu trừ chiếu trừ chi phí phát hành – gọi là P_{net}. Chi phí sử dụng vốn cổ p ưu đãi được i đãi được tính dựa vào công thức

$$P_{net} = D_p/R_p \quad \Rightarrow \quad R_p = D_p / P_{net} ,$$

trong đó Pong đó $P_{net} = P_o$ – Chi phí phát hành (F).

Cổ tức Cổ tức ưu đãi không được khấu trừ thuế khi tính thu nhập thuế. *Vì vậy* uế. *Vì vậy* chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi không được điều ch thuế. Điều nuế. Điều này đã làm cho chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi cao chi phí sử ci phí sử dụng nợ. Ngoài ra, chi phí phát hành (F) làm giảm đi nhập ròng ập ròng của công ty khi bán cổ phiếu ưu đãi, do đó, làm tăng phí huy độnhí huy động vốn cổ phần ưu đãi.

***Ví dụ 2 :* Minh họa cách xác định chi phí huy động vốn cổ phần ưu đãi.**

Công ty Kinh Đông phát hành cổ phiếu ưu đãi bán cho nhà đầu tư với cam kết trả cổ tức cố định hàng năm là 12%. Cổ phiếu được bán bằng mệnh giá là 1 triệu đồng nhưng công ty phát trả chi phí phát hành bằng 10% giá bán. Hỏi chi phí huy động vốn cổ phần ưu đãi của công ty Kinh Đông là bao nhiêu ?

Giải :

Giá bán cổ phiếu ưu đãi = 1.000.000 đồng

Chi phí phát hành = 1.000.000*10% = 100.000 đồng

Giá bán ròng cổ phiếu ưu đãi = 1.000.000 - 100.000 = 900.000 đồng

Cổ tức phải trả hàng năm = 1.000.000*12% = 120.000 đồng

Chi phí huy động vốn = 120.000 / 900.000 = 13,33%/năm

4.2. Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường :

Để ước lượng chi phí vốn cổ phần thường (bao gồm cả lợi nhuận giữ lại và vốn cổ phần tăng thêm), hay nói cách khác là để xác định suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu, ta có ba cách tiếp cận : *(1) dùng mô hình Gordon, (2) dùng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), và (3) ước lượng dựa vào mức độ rủi ro và lãi suất phi rủi ro.*

4.2.1. Sử dụng mô hình Gordon :

Trong chương 6, chúng ta đã làm quen với mô hình Gordon là một dạng đặc biệt của mô hình chiết khấu cổ tức, trong đó giả định tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi. *Dựa vào mô hình này,* chúng ta có thể xác định được giá cổ phiếu phổ thông nếu biết được tỷ suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư. Giả định công ty có tỷ lệ tăng trưởng cổ tức cố định g, cổ tức năm vừa qua là D_0; và tỷ suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu là R_e. *Theo mô hình Gordon,* giá của cổ phiếu (P) được xác định bởi công thức như sau:

$$P = \frac{D_1}{(R_e - g)} = \frac{D_0 (1 + g)}{(R_e - g)} \qquad (11.1)$$

Công thức (11.1) dùng để định giá cổ phiếu phổ thông nếu biết tỷ suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư, cổ tức năm vừa qua và tốc độ tăng trưởng cổ tức.

Ngược lại, nếu biết giá cổ phiếu, cổ tức năm vừa qua và tốc độ tăng trưởng cổ tức, chúng ta có thể vận dụng công thức này để suy luận ra tỷ suất sinh lợi hay chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Từ công thức (11.1), chúng ta có thể suy ra R_e xác định theo công thức :

$$R_e = \frac{D_1}{P} + g = \frac{D_0 (1 + g)}{P} + g \qquad (11.2)$$

Trong công thức (11.2), nếu biết được các biến D_0, g và P chúng ta hoàn toàn có thể xác định được R_e. Làm thế nào để có thể quan sát hay thu thập được dữ liệu cho những biến này ?

Nếu một công ty có cổ phiếu giao dịch trên thị trường (niêm yết hoặc OTC), chúng ta có thể thu thập được D_0 bằng cách lấy cổ tức công ty trả cho cổ đông năm vừa qua và P chính là giá cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường. Riêng biến g chúng ta có thể ước lượng dựa vào tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và khả năng sinh lợi của công ty được đo lường bằng tỷ số ROE.

Chúng ta biết rằng cổ tức có được từ lợi nhuận hoạt động của công ty. Nhưng lợi nhuận hoạt động có được từ kết quả đầu tư cho sản xuất kinh doanh. Như vậy :

- Nếu không có đầu tư thêm thì lợi nhuận thu được của năm tới giống như năm cũ và do đó cổ tức cũng như năm cũ, hay nói khác đi tốc độ tăng trưởng cổ tức g = 0.
- Nếu có đầu tư thêm thì :

Lợi nhuận năm tới = Lợi nhuận năm nay +
+ (Lợi nhuận giữ lại năm nay x Lợi nhuận trên lợi nhuận giữ lại)

trong đó tích số giữa lợi nhuận giữ lại năm nay và lợi nhuận trên lợi nhuận giữ lại (ROE) chính là lợi nhuận tăng thêm cho năm tới. Chia hai vế của đẳng thức trên cho lợi nhuận giữ lại năm nay, chúng ta có :

$$\frac{\text{Lợi nhuận năm tới}}{\text{Lợi nhuận NN}} = \frac{\text{Lợi nhuận NN}}{\text{Lợi nhuận NN}} + \left(\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại NN}}{\text{Lợi nhuận NN}}\right) \text{ROE}$$

$$\frac{\text{Lợi nhuận NN} + g}{\text{Lợi nhuận NN}} = \frac{\text{Lợi nhuận NN}}{\text{Lợi nhuận NN}} + \left(\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại NN}}{\text{Lợi nhuận NN}}\right) \text{ROE}$$

$$1 + g = 1 + \left(\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại NN}}{\text{Lợi nhuận NN}}\right) \text{ROE}$$

$$\Rightarrow \quad g = \left(\frac{\text{Lợi nhuận giữ lại NN}}{\text{Lợi nhuận NN}} \right) \text{ROE}$$

$$\Rightarrow \quad g = (\text{Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại}) \times \text{ROE}$$

Các biến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và ROE có thể thu thập được từ các báo cáo tài chính và chính sách cổ tức của công ty. *Từ đấy,* chúng ta có thể ước lượng ra được biến tốc độ tăng trưởng g. *Cuối cùng,* chúng ta có thể thay thế các biến này vào mô hình Gordon và ước lượng ra được tỷ suất sinh lợi hay chi phí huy động vốn chủ sở hữu R_e. Ví dụ 3 dưới đây sẽ minh họa chi tiết hơn cách xác định chi phí huy động vốn chủ sở hữu.

***Ví dụ 3 :* Minh họa cách ước lượng g và chi phí huy động vốn cổ phần phổ thông – Tình huống công ty Agifish.**

Giả sử bạn đang quan tâm đến việc ước lượng tốc độ tăng trưởng cổ tức g năm tới và chi phí huy động vốn của công ty Agifish. Để làm điều này, bạn tìm kiếm một số thông tin trên thị trường chứng khoán có liên quan đến cổ phiếu công ty Agifish (AGF) như sau:

- Giá bán cổ phiếu AGF đang giao dịch trên thị trường (xem bảng yết giá điện tử tại các công ty chứng khoán) là 152.000 đồng.
- Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của công ty (có thể thu thập được từ báo cáo tài chính được công bố tại các công ty chứng khoán) là 20%.
- Chi phí phát hành hết 1% và công ty trả cổ tức năm vừa rồi là 15.000 đồng.
- Năm tới công ty hoạch định sẽ giữ lại 40% lợi nhuận để tái đầu tư (bạn có thể thu thập thông tin này trong phần chính sách cổ tức của công ty).

Với những thông tin như trên, làm thế nào bạn có thể ước lượng được tốc độ tăng trưởng cổ tức g của công ty Agifish trong năm tới? Chi phí huy động vốn của công ty là bao nhiêu nếu công ty phát hành cổ phiếu bán ở mức giá thị trường?

Giải :

Chúng ta biết rằng cổ tức có được từ lợi nhuận hoạt động của công ty. Nhưng lợi nhuận hoạt động có được từ kết quả đầu tư cho sản xuất

kinh doanh. Ứng dụng vào tình huống Agifish, chúng ta có thể ước lượng tốc độ tăng trưởng cổ tức của công ty năm tới là :

g = (Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại) x ROE = (0,4) x (20%) = 8%. Giá cổ phiếu là 152.000 đồng sau khi trừ chi phí phát hành còn được 152.000 x 99% = 150.480 đồng. Cổ tức năm rồi là 15.000 đồng. Chi phí huy động vốn của công ty là :

$$R_e = \frac{D_0 (1 + g)}{P} + g = \frac{(15.000\ (1 + 0,08)}{150.480} + 8\% = 18,77\%$$

Tuy ưu điểm của phương pháp này là đơn giản, dễ hiểu và dễ áp dụng nhưng không thể áp dụng được đối với những công ty không chia cổ tức, cũng không phù hợp khi phải giả định một tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cố định. *Mặt khác* phương pháp này không thể hiện một cách rõ ràng mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro cũng như mức độ điều chỉnh rủi ro đối với suất sinh lời yêu cầu của từng dự án của công ty.

4.2.2. Sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) :

Chúng ta có thể sử dụng mô hình CAPM để ước lượng chi phí huy động vốn cổ phần thường. Mô hình định giá tài sản vốn cho rằng suất sinh lời kỳ vọng của một khoản đầu tư phụ thuộc vào những yếu tố sau đây :

Lãi suất phi rủi ro, R_f.

- Lãi suất đền bù rủi ro thị trường (risk premium), $(R_M - R_f)$.
- Rủi ro hệ thống của tài sản đầu tư so với rủi ro bình quân của thị trường, được gọi là hệ số beta.

Suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư vào một tài sản (tài sản ở đây có thể là một công ty, một dự án...,) là R_e với hệ số beta tương ứng β_e, được xác định theo mô hình CAPM như sau :

$$R_e = R_f + (R_M - R_f)\ \beta_e$$

Để vận dụng mô hình này, chúng ta phải biết được các yếu tố : lãi suất phi rủi ro, lãi suất đền bù rủi ro thị trường và ước lượng một hệ số beta tương đương. Nếu dự án có rủi ro tương đương rủi ro công ty thì dùng beta của công ty, nếu dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của

công ty thì phải tăng hệ số beta và ngược lại. Mô hình này cho ta thấy sự điều chỉnh trực tiếp lợi nhuận và rủi ro của tài sản, nó được sử dụng rộng rãi hơn mô hình tăng trưởng cổ tức. Tuy nhiên để ước lượng hệ số beta, ta cũng phải dựa vào dữ liệu quá khứ để xác định.

Trong thực tế, hai phương pháp ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu thường cho kết quả khác nhau. *Tùy theo quan điểm,* thông thường để dung hòa người ta thường lấy trung bình giữa các kết quả ước lượng này. *Ví dụ :* Một công ty có hệ số beta 1,2, lãi suất đền bù rủi ro thị trường là 8% và lãi suất phi rủi ro 6%. Cổ tức vừa chia của công ty $2 một cổ phiếu, tỉ lệ tăng trưởng kỳ vọng của cổ tức là 8%. Giá bán chứng khoán trên thi trường $30 một cổ phiếu. Vậy chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu là bao nhiêu ?

Nếu sử dụng mô hình CAPM, ta tính được chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu như sau :

$$R_e = R_f + (R_M - R_f)\,\beta_e$$

$$R_e = 6\% + 1{,}2 \times 8\% = 15{,}6\%$$

Nếu sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức cố định, ta tính được chi phí vốn của chủ sở hữu như sau :

$$R_e = \frac{D_0\,(1+g)}{P} + g = \frac{2\,(1+8\%)}{30} + 8\% = 15{,}2\%$$

Hai phương pháp ước lượng cho kết quả khác nhau, trong trường hợp này ta có thể lấy trung bình của hai kết quả này làm chi phi phí vốn của chủ sở hữu (R_e = 15,4%).

4.2.3. Dựa vào phần bù rủi ro và lãi suất phi rủi ro :

Thật ra cách thứ ba này giống như cách thứ hai hay nói khác đi nó chỉ là sự vận dụng cách hai trong điều kiện những nước chưa có thị trường vốn phát triển. Ở những nước chưa có thị trường vốn phát triển như Việt Nam, công ty rất khó áp dụng mô hình CAPM do thiếu thông tin và hệ số rủi ro beta và thiếu thông tin về lợi nhuận đầu tư danh mục thị trường R_m. Để khắc phục thiếu sót này, thay vì sử dụng chi tiết và đầy đủ các biến của mô hình CAPM chúng ta gộp chung $(R_M - R_f)\,\beta_e$ thành phần bù rủi ro và viết công thức $R_e = R_f + (R_M - R_f)\,\beta_e$ lại thành $R_e = R_f$ + phần bù rủi ro. Tùy theo mức độ rủi ro cao

hay thấp của công ty hoặc dự án chúng ta ước lượng phần bù rủi ro cao hay thấp tương ứng.

4.3. Chi phí sử dụng nợ :

Công ty có thể huy động nợ dưới hình thức vay của các tổ chức tài chính trung gian hoặc phát hành trái phiếu. Nếu vay của tổ chức tài chính trung gian thì chi phi sử dụng nợ chính là lãi suất vay. Nếu phát hành trái phiếu thì chi phí sử dụng nợ chính là lợi suất đáo hạn (YTM) công ty trả cho nhà đầu tư.

Chi phí trả lãi vay được tính trừ vào lợi nhuận trước khi tính thuế. *Vì vậy* chi phí sử dụng nợ của công ty chính là chi phí sử dụng nợ đã điều chỉnh thuế. *Ví dụ* công ty vay nợ với lãi suất 10%, nếu công ty vay $100, số tiền lãi phải trả là $10, công ty sẽ được giảm thuế $3 (nếu thuế suất thuế thu nhập công ty là 30%), như vậy thực chất công ty chỉ phải tốn $7 chi phí khi vay nợ $100, điều này cho thấy chi phí sử dụng nợ của một công ty chính là chi phí sử dụng nợ sau thuế. *Tổng quát,* nếu lãi suất huy động nợ là R_D, T_C là thuế suất thuế thu nhập công ty thì chi phí sử đụng nợ của công ty là : $R_D (1 - T_C)$.

Nếu công ty huy động nợ bằng trái phiếu, lãi suất huy động nợ chính là lãi suất trái phiếu khi đáo hạn (YTM), được xác định dựa vào công thức :

$$P_{net} = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1 + R_D)^t} + \frac{M}{(1 + R_D)^n}$$

trong đó P_{net} là tiền thu do bán trái phiếu, bằng giá bán trái phiếu trừ các chi phí phát hành. Phương pháp này được áp dụng nếu công ty đang phát hành nợ hay gần đây đã phát hành nợ. *Trong những tình huống khác,* công ty có thể sử dụng lãi suất đáo hạn của trái phiếu đang lưu hành (dựa trên giá thị trường hiện hành của trái phiếu). Nếu công ty hiện đang không có trái phiếu lưu hành, hoặc trái phiếu ít được mua bán trên thị trường, ta có thể sử dụng chi phí sử dụng nợ trước thuế của những công ty khác có rủi ro tương tự. Ví dụ một công ty phát hành trái phiếu mệnh giá $100, lãi suất trái phiếu : 9%, kỳ hạn 3 năm, trái phiếu được bán trên thị trường với giá $96, chi phí phát hành tính bình quân $1 trên mỗi cổ phiếu. Lãi suất công ty phải trả khi huy động trái phiếu R_D được xác định bằng cách giải phương trình sau :

$$95 = \sum_{t=1}^{3} \frac{100 * 9\%}{(1 + R_D)^t} + \frac{100}{(1 + R_D)^3} \Rightarrow R_D = 11.05\%$$

Đây là phương trình mũ có ẩn số là R_D. Do ẩn số có số mũ thường ở bậc cao nên việc giải phương trình này rất phức tạp, bạn phải sử dụng hàm goal seek trong Excel để giải.

Tóm lại, nếu dựa vào chi phí để quyết định lực chọn nguồn vốn nào trước hết bạn sử dụng các phương pháp như vừa trình bày để xác định chi phí của từng loại nguồn vốn. *Kế đến,* dựa vào chi phí tính toán bạn sẽ lựa chọn nguồn vốn nào có chi phí thấp nhất. *Tuy nhiên,* nguồn vốn có chi phí thấp không phải lúc nào cũng chọn lựa được vì nó còn tùy thuộc vào khả năng thương lượng để có nguồn vốn và những tác động thuận lợi và bất lợi của nguồn vốn đó.

Sau khi xác định được chi phí sử dụng từng bộ phận vốn bao gồm vốn cổ phần ưu đãi, vốn cổ phần phổ thông và nợ vay chúng ta có thể thay thế các biến này vào công thức tính chi phí sử dụng vốn trung bình có trọng số WACC để quyết định chi phí sử dụng vốn chung của doanh nghiệp hoặc của dự án. Chi phí sử dụng vốn trung bình trọng số này, nói chung, được sử dụng làm tỷ suất chiết khấu trong hầu hết các mô hình định giá và phân tích tài chính doanh nghiệp. Công thức tính WACC đã được trình bày trong chương 7.

TÓM TẮT

Quyết định nguồn vốn cũng là một trong ba quyết định chủ yếu của quản lý tài chính. Nói chung công ty có thể sử dụng ba nguồn vốn chính : vốn cổ phần thường, vốn cổ phần ưu đãi (gọi chung là vốn chủ sở hữu) và nợ vay. Mỗi nguồn vốn đều có chi phí và ưu nhược điểm riêng. Do vậy, việc chọn lựa nguồn vốn nào nên dựa vào chi phí cũng như ưu nhược điểm và khả năng thương lượng để có dược nguồn vốn đó. Ngoài ra, lựa chọn nguồn vốn còn ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của công ty cho nên cần phân tích xem ngân lưu kỳ vọng của công ty có vượt qua điểm hòa vốn hay không để lựa chọn sao cho mang lại EPS cao nhất cho cổ đông. Đó cũng là mục tiêu quả quản lý tài chính.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Hãy nêu những loại nguồn vốn ngắn hạn nào công ty có thể sử dụng để tài trợ cho tài sản lưu động. Công ty dựa vào những căn cứ nào để có thể quyết định lựa chọn sử dụng các nguồn vốn này ?
2. Hãy nêu những loại nguồn vốn dài hạn nào công ty có thể sử dụng để tài trợ cho tài sản cố định. Công ty dựa vào những căn cứ nào để có thể quyết định lựa chọn sử dụng các nguồn vốn này ?
3. Công ty có thể sử dụng nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho tài sản lưu động được không ? Ngược lại, công ty có thể sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản cố định được không ? Liên hệ thực tiễn để minh họa điều này.
4. Trình bày các phương pháp có thể sử dụng để xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần phổ thông. Cho ví dụ minh họa từng phương pháp.
5. Trình phương pháp xác định chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi và chi phí huy động nợ vay. Cho ví dụ minh họa từng loại huy động vốn.

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Công ty Thái Hoàng có dự án đầu tư với chi phí đầu tư tổng cộng là 10 tỷ đồng. Hai nguồn vốn được huy động để đầu tư dự án : (1) Lợi nhuận tích lũy của công ty và (2) nợ vay ngân hàng chiếm tỷ trọng 60% với lãi suất là 12%/năm. Thái Hoàng là công ty có cổ phiếu giao dịch trên thị trường OTC và được công ty chứng khoán ACBS đánh giá có beta bằng 2,8. Bạn cần thu thập thêm thông tin gì để có thể xác định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư của công ty Thái Hoàng ? Với thông tin đó, chi phí sử dụng vốn của dự án là bao nhiêu ?

Bài giải :

Chi phí sử dụng vốn của dự án là chi phí sử dụng vốn trung bình của hai bộ phận vốn : lợi nhuận tích lũy và nợ vay, được xác định theo công thức sau : $WACC = \frac{D}{V}(1 - T_c) R_D + \frac{E}{V}(R_E)$, trong đó các thông tin bạn đã biết bao gồm : D/V là tỷ trọng nợ vay bằng 60% hay 0,6, $R_D = 12\%$ là lãi suất nợ vay, $E/V = 1 - D/V = 1 - 0,6 = 0,4$ là tỷ trọng lợi nhuận tích lũy của công ty sử dụng đầu tư dự án. Thông tin chưa biết cần thu thập thêm bao gồm : (1) Thuế suất thuế thu nhập công ty là 28%, (2) Lợi nhuận phi rủi ro $R_f = 7\%$, và (3) Lợi nhuận danh mục đầu tư thị trường, giả định là 15%.

Sử dụng mô hình CAPM, bạn có thể ước lượng chi phí sử dụng vốn của công ty là :

$$R_e = R_f + (R_m - R_f)\beta = 7\% + (15 - 7)2,8 = 29,4\%$$

Thay các dữ liệu có được vào công thức, bạn có chi phí sử dụng vốn trung bình của dự án là :

$$WACC = 0,6(1 - 0,28)12\% + 0,4(29,4\%) = 16,94\%.$$

Bài 2 :

Công ty Seafimex lập dự án đầu tư có tổng chi phí đầu tư dự án là 20 tỷ đồng. Công ty sử dụng 4 tỷ đồng từ nguồn lợi nhuận tích lũy, 10 tỷ đồng từ nguồn vốn phát hành cổ phần mới, trong đó phát hành cổ phần ưu đãi là 2 tỷ đồng với chi phí là 11%. Phần còn lại công ty sử dụng vốn vay ngân hàng với lãi suất là 10%. Xác định chi phí sử dụng vốn của dự án, biết rằng cổ đông nắm giữ cổ phần phổ thông yêu cầu tỷ suất lợi nhuận đầu tư cao hơn lãi vay dài hạn ngân hàng 8% và thuế suất thuế thu nhập công ty phải nộp cho ngân sách áp dụng cho ngành thủy sản là 28%.

Bài giải :

Tổng vốn đầu tư : 20 tỷ đồng.

Các nguồn vốn đầu tư bao gồm lợi nhuận tích lũy 4 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 4/20 = 20%; vốn cổ phần ưu đãi là 2 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 2/20 = 10%; vốn cổ phần thường mới phát hành là 10 – 2 = 8 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 8/20 = 40%; còn lại (30%) là vốn vay ngân hàng.

Chi phí sử dụng vốn vay : 10%.

Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi : 11%.

Chi phí sử dụng lợi nhuận tích lũy và vốn cổ phần thường = 10% + 8% = 18%.

Tỷ suất thuế thu nhập 28%.

Chi phí sử dụng vốn của dự án :

$$WACC = 0,3(10\%)(1 - 0,28) + 0,1(11\%) + 0,2(18\%) + 0,4(18\%)$$
$$= 14,06\%.$$

Bài 3 :

VCB phát hành kỳ phiếu có mệnh giá 1.000 USD, thời hạn 6 tháng và lãi suất là 6%/năm. Kỳ phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá nhưng phương thức trả lãi tùy theo đề nghị của khách hàng. Xác định xem chi phí huy động vốn bằng kỳ phiếu này của VCB là bao nhiêu, nếu :

a. Khách hàng đề nghị trả lãi trước ?

b. Khách hàng đề nghị trả lãi sau ?

c. Khách hàng đề nghị trả lãi theo định kỳ hàng tháng ?

Bài giải :

Mệnh giá kỳ phiếu = 1.000 USD

Lãi suất = 6%

Lãi VCB phải trả = 1.000 x 6% x 6/12 = 30 USD

Tuy nhiên chi phí huy động vốn của VCB còn tùy thuộc vào phương thức trả lãi. Công thức xác định quan hệ giữa giá bán kỳ phiếu, giá trị khi đáo hạn, lãi suất và kỳ hạn như sau : $FV = PV(1+i)^n$. Dựa vào công thức này bạn có thể xác định chi phí huy động vốn (i) của VCB theo các phương thức trả lãi như sau :

a. Khách hàng đề nghị trả lãi trước : Trong trường hợp này FV = 1.000, PV = 1.000 − 30 = 970, n = 6. Bạn có phương trình $1.000 = 970(1+i)^6$ hay $(1+i) = (1.000/970)^{1/6}$

Từ đây suy ra i = 0,509%/tháng hay 6,108%/năm.

b. Khách hàng đề nghị trả lãi sau : Trong trường hợp này FV = 1.030, PV = 1.000 và n = 6. Bạn có phương trình $1.030 = 1.000(1+i)^6$ hay $(1+i) = (1.030/1.000)^{1/6}$

Từ đây suy ra i = 0,494%/tháng hay 5,928%/năm.

c. Khách hàng đề nghị trả lãi theo định kỳ hàng tháng : Trong trường hợp này công thức quan hệ giữa giá bán, trị giá đáo hạn, và lãi suất như sau :

$FV = C[(1 + i)^n - 1]/i$

Trong đó FV = 1.000, R là lãi trả định kỳ = [1.000 x 6% x 6/12]/6 = 5, và n = 6. Bạn có phương trình $1.000 = 5[(1+i)^6 - 1]/i$. Giải phương trình này bạn có thể tìm ra i = 0.5%/tháng hay 6%/năm.

Việc tìm lãi suất như đã trình bày trong ba trường hợp trên, đặc biệt là trường hợp c, đòi hỏi phải giải phương trình bậc cao làm cho công việc tính toán trở nên phức tạp. *Do vậy,* bạn nên sử dụng các hàm tài chính trong Excel để giải sẽ vô cùng đơn giản. *Chẳng hạn* trong trường hợp c, sau khi khởi động Excel bạn chọn Insert, sau đó chọn funtion, chọn financial, chọn rate. Đến đây bạn đánh dữ liệu vào nper = 6, pmt = 5, PV = - 1.000, và FV = 1.000. Cuối cùng click OK, bạn sẽ có kết quả i = 0,5%/tháng hay 6%/năm.

Bài 4 :

Sacombank phát hành kỳ phiếu có mệnh giá là 50 triệu đồng và thời hạn là 5 năm để huy động vốn dài hạn. Lãi suất hàng năm trả cho kỳ phiếu là 8%. Kỳ phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá nhưng phải tốn chi phí phát hành hết 2%. Hỏi chi phí huy động vốn của Sacombank là bao nhiêu phần trăm ?

Bài giải :

Mệnh giá của kỳ phiếu = 50.000.000 đồng

Chi phí phát hành = 50.000.000 x 2% = 1.000.000 đồng

Giá bán ròng kỳ phiếu = 50.000.000 - 1.000.000
= 49.000.000 đồng.

Gọi k_d là chi phí huy động vốn bằng cách phát hành kỳ phiếu của Sacombank. Sacombank phát hành kỳ phiếu thu về được 49 triệu nhưng hàng năm phải trả lãi suất 8% tính trên mệnh giá 50 triệu đồng, tức là trả 50 x 8% = 4 triệu đồng, trong thời hạn 5 năm và đến năm thứ 5 thì trả lại mệnh giá 50 triệu đồng. Áp dụng công thức định giá kỳ phiếu, bạn thiết lập được phương trình sau :

$$49 = \frac{4}{(1 + k_d)^1} + \frac{4}{(1 + k_d)^2} + \frac{4}{(1 + k_d)^3} + \frac{4}{(1 + k_d)^4} + \frac{4}{(1 + k_d)^5}$$

Sử dụng hàm Goal seek trong Excel giải phương trình trên, bạn có thể dễ dàng tìm ra $k_d = 9\%$. Như vậy chi phí huy động vốn của Sacombank là 9%.

Bài 5 :

Thông tin sau đây được trích ra từ thông báo phát hành trái phiếu của BIDV. BIDV dự định phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá mỗi loại lên đến 1.000 tỷ đồng. Tiền lãi trái phiếu được trả sau hàng năm và trả 01 lần/năm vào ngày phát hành hàng năm (tức ngày 18/12). Tiền gốc trái phiếu được trả một lần khi đáo hạn, vào năm 2021 (đối với trái phiếu kỳ hạn 15 năm) và năm 2026 (đối với trái phiếu kỳ hạn 20 năm). Lãi suất cụ thể như sau :

- **Trái phiếu kỳ hạn 15 năm** : Lãi suất các năm đầu là 10,10%/năm, lãi suất 5 năm cuối (nếu BIDV không mua lại) là 10,675%/năm.
- **Trái phiếu kỳ hạn 20 năm** : Lãi suất các năm đầu là 10,45%/năm, lãi suất 5 năm cuối (nếu BIDV không mua lại) là 11,175%/năm.

Dựa vào thông tin trên, xác định xem chi phí huy động vốn đối với mỗi loại trái phiếu trên của BIDV là bao nhiêu ? Giả sử chi phí phát hành bằng 10% giá bán và trái phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá.

Bài giải :

Đối với trái phiếu kỳ hạn 15 năm (đơn vị tỷ đồng)

Mệnh giá = 1.000 tỷ đồng

Lãi suất các năm đầu = 10,10%

$\Rightarrow$ Lãi các năm đầu = 1.000 (10,10%) = 101

Lãi suất 5 năm cuối = 10,675%

$\Rightarrow$ Lãi 5 năm cuối = 1.000 (10,675%) = 106,75

Trị giá đáo hạn = 1.000

Giá bán = 1.000

Chi phí phát hành = 10%

Giá bán ròng = 1.000 (90%) = 900

Gọi K_d là chi phí huy động vốn của đợt phát hành trái phiếu. Để tìm chi phí huy động vốn bạn thiết lập phương trình :

$$900 = \frac{101}{(1+K_d)^1} + \frac{101}{(1+K_d)^2} + \ldots + \frac{101}{(1+K_d)^{10}} + \frac{106{,}76}{(1+K_d)^{11}} + \ldots + \frac{106{,}75}{(1+K_d)^{15}} + \frac{1.000}{(1+K_d)^{15}}$$

Sử dụng hàm Goal seek trong Excel giải phương trình trên bạn có được K_d = 11,64%.

Bạn có thể sử dụng Excel để giải bài này dễ dàng hơn. Chẳng hạn dưới đây là kết quả giải bằng Excel đối với trái phiếu 20 năm.

Đối với trái phiếu kỳ hạn 15 năm (đơn vị tỷ đồng)

Mệnh giá = 1.000 tỷ đồng

Lãi suất các năm đầu = 10,45%

⇒ Lãi các năm đầu = 1.000 (10,45%) = 104,5

Lãi suất 5 năm cuối = 11,175%

⇒ Lãi 5 năm cuối = 1.000 (11,175%) = 111,75

Trị giá đáo hạn = 1.000

Giá bán = 1.000

Chi phí phát hành = 10%

Giá bán ròng = 1.000 (90%) = 900

Gọi K_d là chi phí huy động vốn của đợt phát hành trái phiếu. Để tìm chi phí huy động vốn bạn thiết lập phương trình :

$$900 = \frac{104{,}5}{(1+K_d)^1} + \frac{104{,}5}{(1+K_d)^2} + \ldots + \frac{104{,}5}{(1+K_d)^{15}} + \frac{111{,}75}{(1+K_d)^{16}} + \ldots + \frac{111{,}75}{(1+K_d)^{20}} + \frac{1.000}{(1+K_d)^{20}}$$

Sử dụng hàm Goal seek trong Excel giải phương trình trên bạn có được K_d = 11,84%. Bảng tính Excel như sau :

MV	F	P net	R_1	R_2	Năm	I	MV	CF	K_d	V
1000	10%	900	10.450%	11.175%	0				**11.84%**	$900.00
					1	104.5		104.5		
					2	104.5		104.5		
					3	104.5		104.5		
					4	104.5		104.5		
					5	104.5		104.5		
					6	104.5		104.5		
					7	104.5		104.5		
					8	104.5		104.5		
					9	104.5		104.5		
					10	104.5		104.5		
					11	104.5		104.5		
					12	104.5		104.5		
					13	104.5		104.5		
					14	104.5		104.5		
					15	104.5		104.5		
					16	111.75		111.75		
					17	111.75		111.75		
					18	111.75		111.75		
					19	111.75		111.75		
					20	111.75	1000	1111.75		

Bài 6 :

Năm 2005 vừa qua, Vietcombank phát hành trái phiếu chuyển đổi để huy động vốn dài hạn với lãi suất 6,5%/năm trong khi lãi suất tiền gửi có cùng thời hạn lên đến 8,5%. Tại sao nhà đầu tư vẫn chấp nhận mua trái phiếu của Vietcombank thay vì gửi định kỳ ? Vietcombank có những lợi ích gì qua đợt phát hành trái phiếu này ?

Bài giải :

Nhà đầu tư mua trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank chỉ được hưởng lãi suất 6,5%/năm trong khi gửi định kỳ được hưởng lãi suất lên đến 8,5%. *Sở dĩ* nhà đầu tư chấp nhận mua trái phiếu chuyển đổi là vì họ kỳ vọng sau khi cổ phần hóa, cổ phiếu của Vietcombank sẽ tăng giá. Khi ấy trái phiếu chuyển đổi của họ có thể chuyển đổi thành cổ phiếu với giá chuyển đổi thấp hơn giá thị trường của cổ phiếu. Lợi ích của nhà đầu tư chính là có được quyền chuyển đổi hay quyền chọn mua cổ phiếu của Vietcombank. Về phía Vietcombank, lợi ích của đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi này là có thể huy động vốn với chi phí rẻ hơn là huy động tiền gửi thông thường.

Bài 7 :

Ngân hàng Nhà nước vừa chấp thuận kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 2.089 tỷ đồng lên 4.449 tỷ đồng của Sacombank. Kế hoạch tăng vốn này đã được Đại hội cổ đông Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (Sacombank) thông qua với các phương án tăng vốn sẽ được thực hiện như sau :

- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức năm 2006 là :

  250.729.540.000 đồng;

- Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu là :

  2.089.412.810.000 đồng và

- Phát hành cổ phiếu cho cán bộ ngân hàng là :

  20.000.000.000 đồng.

Giả sử Sacombank phát hành cổ phiếu bán ra công chúng với giá bằng giá thị trường là 152.000 đồng một cổ phần để huy động 250 tỷ đồng vốn cổ phần. Chi phí phát hành ước tính bằng 10% giá bán cổ phiếu. Hỏi chi phí huy động vốn của Sacombank qua đợt phát hành cổ phiếu này là bao nhiêu ? Biết năm trước Sacombank trả cổ tức 15.000 đồng một cổ phần và dự định duy trì tốc độ tăng trưởng cổ tức bền vững mãi ở mức 6%. Nếu tốc độ tăng trưởng cổ tức cao hơn mức này thì chi phí huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu của Sacombank tăng hay giảm ? Tại sao ?

Bài giải :

Với những thông tin đã cho bạn có :

Tổng mệnh giá phát hành = 250 tỷ đồng

Giá thị trường cổ phiếu = 152.000 đồng

Chi phí phát hành = 10% giá bán

Giá bán ròng cổ phiếu = 152.000 x 90% = 136.800 đồng

Cổ tức năm trước = D_0 = 15.000 đồng

Cổ tức năm tới = $D_1 = D_0(1+g)$ = 15.000 (1+0,06)
= 15.900 đồng.

Vận dụng mô hình định giá Gordon, chi phí huy động vốn của Sacombank là k_e được xác định như sau :

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{V} + g = \frac{D_1}{V} + g = 15.900 / 136.800 + 0,06$$

$$= 17,62\%$$

Nhìn vào mô hình Gordon, chúng ta thấy rằng chi phí huy động vốn của Sacombank k_e là hàm số phụ thuộc vào cổ tức năm trước D_0, giá bán ròng cổ phiếu V và tốc độ tăng trưởng cổ tức g. Các biến D_0 và V cố định trong khi g thay đổi qua các năm. Mô hình còn cho thấy k_e tỷ lệ thuận với g, do đó, nếu tốc độ tăng trưởng cổ tức cao hơn mức kỳ vọng (6%) thì chi phí huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu của Sacombank tăng lên.

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

BIDV phát hành chứng chỉ tiền gửi huy động vốn ngắn hạn. Nội dung chứng chỉ được phát hành như sau :

- Loại tiền : USD.
- Kỳ hạn : 9 tháng.
- Mệnh giá : 100.000 USD.
- Lãi suất phát hành chứng chỉ tiền gửi 5,60%/năm được cố định trong suốt thời hạn gửi.
- Phương thức trả lãi : Khách hàng lựa chọn trả đầu kỳ hoặc cuối kỳ.

Dựa vào thông tin trên, hỏi chi phí huy động vốn của BIDV khi phát hành chứng chỉ tiền gửi này là bao nhiêu ?

Bài 2 :

VAB phát hành trái phiếu có mệnh giá là 500 triệu đồng và thời hạn là 10 năm để huy động vốn dài hạn. Lãi suất hàng năm trả cho trái phiếu là 8,5%. Trái phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá nhưng phải tốn chi phí phát hành hết 2,5%. Hỏi chi phí huy động vốn của VAB là bao nhiêu phần trăm ?

Bài 3 :

Thông tin sau đây được trích ra từ thông báo phát hành trái phiếu của Incombank. Incombank dự định phát hành trái phiếu với tổng mệnh giá mỗi loại lên đến 500 tỷ đồng. Tiền lãi trái phiếu được trả sau hàng năm và trả mỗi năm một lần vào ngày phát hành hàng năm. Tiền gốc trái phiếu được trả một lần khi trái phiếu đáo hạn. Có hai loại trái phiếu được phát hành trong đợt này, gồm :

- **Trái phiếu kỳ hạn 5 năm :** Lãi suất các năm đầu là 10,10%/năm, lãi suất 2 năm cuối là 10,75%/năm.
- **Trái phiếu kỳ hạn 10 năm :** Lãi suất các năm đầu là 10,45%/năm, lãi suất 5 năm cuối là 11,75%/năm.

Dựa vào thông tin trên, xác định xem chi phí huy động vốn đối với mỗi loại trái phiếu trên của Incombank là bao nhiêu ? *Giả sử* chi phí phát hành bằng 10% giá bán và trái phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá.

Bài 4 :

Học tập kinh nghiệm của Vietcombank sau đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi rất thành công, năm 2006 vừa qua, Sài Gòn Bank phát hành trái phiếu chuyển đổi để huy động vốn dài hạn với lãi suất 7%/năm trong khi lãi suất tiền gửi có cùng thời hạn lên đến 9,5%. Tại sao nhà đầu tư vẫn chấp nhận mua trái phiếu của Sài Gòn Bank thay vì gửi tiền gửi định kỳ ? Sài Gòn Bank có những lợi ích gì qua đợt phát hành trái phiếu này ?

Bài 5 :

Giả sử Sài Gòn Bank phát hành cổ phiếu bán ra công chúng với giá bằng giá thị trường hiện là 102.000 đồng một cổ phần để huy động 50 tỷ đồng vốn cổ phần. Chi phí phát hành ước tính bằng 10% giá bán cổ phiếu. Hỏi chi phí huy động vốn của Sài Gòn Bank qua đợt phát hành cổ phiếu này là bao nhiêu ? Biết năm trước Sài Gòn Bank trả cổ tức 12.000 đồng một cổ phần và dự định duy trì tốc độ tăng trưởng cổ tức bền vững mãi ở mức 7%.

Bài 6 :

Thông tin dưới đây có được trích từ thông báo phát hành kỳ phiếu của Sacombank. *Giả sử* bạn là nhân viên huy động vốn của ngân hàng, dựa vào thông tin ngân hàng công bố như sau liên quan đến kỳ phiếu như sau :

Đối tượng khách hàng :

- Các tổ chức, cá nhân Việt Nam.
- Các tổ chức, cá nhân nước ngoài đang sinh sống và hoạt động hợp pháp tại Việt Nam (tổ chức chỉ được mua CCTG bằng chuyển khoản – theo quy định về quản lý ngoại hối).

Phạm vi áp dụng : Áp dụng trên toàn hệ thống Sacombank (bao gồm cả các đơn vị khai trương trong thời gian phát hành).

Hình thức phát hành : Dưới hình thức kỳ phiếu bằng USD.

Tổng mệnh giá của đợt phát hành : 100 triệu USD.

Mệnh giá : Tối thiểu : 200 USD/ kỳ phiếu, Tối đa : 100.000 USD/kỳ phiếu.

Lãi suất và kỳ hạn :

Kỳ hạn (tháng)	Lãi suất cuối kỳ (%/năm)
4	4,6
8	4,8
11	5,0

Xác định xem nếu ông A bỏ ra 10.000 USD mua kỳ phiếu của Sacombank thì số tiền gốc và lãi ông A thu về khi kỳ phiếu đáo hạn là bao nhiêu nếu : (i) mua kỳ phiếu kỳ hạn 4 tháng, (ii) mua kỳ phiếu kỳ hạn 8 tháng, và (iii) mua kỳ phiếu kỳ hạn 11 tháng.

Chương 12
QUYẾT ĐỊNH CƠ CẤU VỐN CỦA CÔNG TY

■ MỤC TIÊU :

Chương này bàn đến một trong những vấn đề phức tạp nhất trong quản trị tài chính công ty, đó là công ty quyết định cơ cấu vốn của mình như thế nào. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Nắm được nội dung căn bản của các lý thuyết khác nhau về cơ cấu vốn công ty, bao gồm lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu hay lý thuyết truyền thống về cơ cấu vốn, lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (NOI), và lý thuyết M&M.
2. Hiểu được đầy đủ hơn nội dung của lý thuyết hiện đại (M&M) về cơ cấu vốn, thấy được giá trị công ty và chi phí sử dụng sẽ thay đổi thế nào theo lý giải của M&M, đặc biệt là khi các giả định của lý thuyết M&M lần lượt được tháo bỏ.
3. Hiểu và có thể chứng minh được các mệnh đề M&M trong hai trường hợp có thuế và không có thuế thu nhập công ty.
4. Từng bước xem xét vận dụng lý thuyết M&M vào điều kiện môi trường hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam.

1. ĐẶT VẤN ĐỀ VÌ SAO CẦN NGHIÊN CỨU CƠ CẤU VỐN CÔNG TY

Trong các chương 7 và 12 khi bàn về chi phí sử dụng vốn và hoạch định vốn đầu tư chúng ta đã dựa vào một cơ cấu vốn cho sẵn để tính chi phí sử dụng vốn trung bình và sử dụng nó như là suất chiết khấu để phân tích trong hoạch định đầu tư vốn. Khi cơ cấu vốn của công ty thay đổi thì liệu chi phí sử dụng vốn có thay đổi theo và, do đó, việc quyết định đầu tư hay không đầu tư vào một dự án nào đó có thay đổi theo hay không ? *Ngoài ra,* khi cơ cấu vốn thay đổi thì rủi

ro công ty có thay đổi, do đó, giá cổ phiếu của công ty có thay đổi theo không ? Mục tiêu của chương này là xem xét và phân tích sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn lên giá cổ phiếu của công ty.

Cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty. Tuy nhiên trong phạm vi chương này chúng ta chỉ xem xét cơ cấu vốn của công ty bao gồm nợ và vốn cổ phần thường và xem như công ty không có phát hành cổ phiếu ưu đãi.

Vấn đề đặt ra là liệu một công ty nào đó có thể tác động đến giá trị và chi phí sử dụng vốn của nó bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn hay không. *Cần lưu ý phân biệt* sự tác động do thay đổi cơ cấu nguồn vốn với sự tác động do những quyết định đầu tư và quản lý tài sản. *Để phân biệt điều này,* chúng ta giả định sự thay đổi cơ cấu nguồn vốn ở đây xảy ra là do công ty phát hành chứng khoán nợ để mua lại cổ phiếu thường hoặc phát hành cổ phiếu thường để mua lại nợ. Bất luận kiểu gì, vấn đề đặt ra là tổng giá trị công ty và lợi nhuận đòi hỏi sẽ thay đổi thế nào khi tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu thay đổi ? Để đơn giản khi nghiên cứu vấn đề này chúng ta lập một số giả định như sau :

- Lợi nhuận của công ty có tốc độ tăng trưởng bằng không và công ty chi toàn bộ lợi nhuận kiếm được cho cổ đông dưới hình thức cổ tức.
- Thị trường tài chính là thị trường hoàn hảo.

Từ những giả định và cách đặt vấn đề trên đây, chúng ta quan tâm đến một số chỉ tiêu lợi nhuận sau :

Tỷ suất sinh lợi của nợ hay chi phí sử dụng nợ (r_B) :

$$r_B = \frac{I}{B} = \frac{\text{Lãi vay hàng năm}}{\text{Giá trị thị trường của nợ vay}} \qquad (12.1)$$

trong đó I là lãi vay hàng năm của nợ vay với giả định rằng nợ vay (B) của công ty là nợ do phát hành trái phiếu không có thời hạn (perpetual bond). Chỉ tiêu thứ hai là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của vốn cổ phần thường.

Tỷ suất sinh lợi của vốn cổ phần hay chi phí sử dụng vốn cổ phần (r_S) :

$$r_S = \frac{E}{S} = \frac{\text{Lợi nhuận chia cho cổ đông thường}}{\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu thường đang lưu hành}} \quad (12.2)$$

trong đó E là lợi nhuận chia cho cổ đông và S là giá trị thị trường của vốn cổ phần đang lưu hành. Chỉ tiêu thứ ba là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của công ty nói chung.

Tỷ suất lợi nhuận chung của công ty (r_V) :

$$r_V = \frac{R}{V} = \frac{\text{Lợi nhuận hoạt động ròng}}{\text{Giá trị thị trường của công ty}} \quad (12.3)$$

trong đó V là giá trị thị trường công ty, V = B + S và R là lợi nhuận chung, R = I + E. Như đã đề cập trong chương chi phí sử dụng vốn, r_V được định nghĩa như là chi phí sử dụng vốn trung bình có thể xác định bằng công thức :

$$r_V = \frac{B}{B+S}(r_B) + \frac{S}{B+S}(r_S) \quad (12.4)$$

Vấn đề chúng ta muốn nghiên cứu ở đây là r_B, r_S, và r_V sẽ thay đổi thế nào khi công ty gia tăng sử dụng nợ, tức là gia tăng tỷ số B/(B+S) hay B/S ? *Nói khác đi,* chúng ta muốn biết khi công ty gia tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì sẽ có lợi cho chủ nợ, cho chủ sở hữu nói riêng hay cho công ty nói chung. Có nhiều lý thuyết khác nhau trả lời vấn đề này. *Trong các phần tiếp theo,* chúng ta sẽ lần lượt xem xét từng lý thuyết.

2. LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU

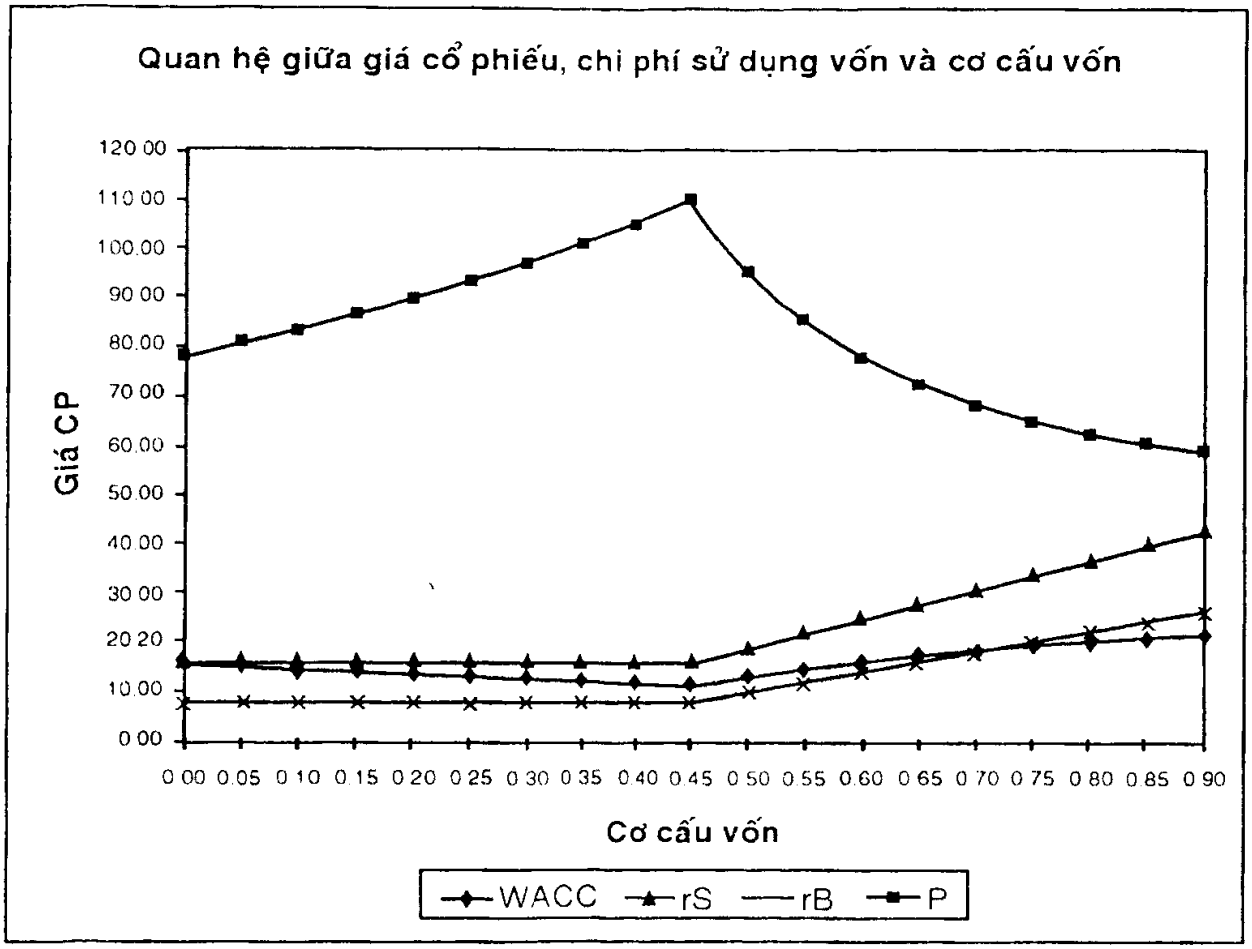
Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure) cho rằng có một cơ cấu vốn tối ưu ở đó ban quản trị công ty có thể gia tăng giá trị của công ty bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy phù hợp. *Theo cách tiếp cận này,* công ty trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế. *Tuy nhiên,* khi tỷ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó, nhà đầu tư sẽ gia tăng lợi nhuận đòi hỏi r_S. *Mặc dù vậy,* sự gia tăng r_S lúc đầu vẫn không hoàn toàn xóa sạch lợi ích của việc sử dụng nợ như là một nguồn vốn rẻ hơn cho đến khi nào

nhà đầu tư tiếp tục gia tăng lợi nhuận yêu cầu khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn nữa.

Bởi vì lãi vay là chi phí được khấu trừ thuế, cho nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm được thuế. *Chúng ta thấy rằng* lúc đầu r_S chưa tăng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng trong khi r_B vẫn không đổi và do có lợi ích của việc tiết kiệm thuế khi gia tăng sử dụng nợ nên chi phí sử dụng vốn nói chung r_V giảm. Nhưng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng đến một điểm nào đó thì do rủi ro tăng lên khiến cho r_B và r_S tăng lên. *Kết quả là* r_V hay WACC tăng lên. Bảng 12.1 và hình 12.1 đưa ra ví dụ minh họa kết luận này.

***Bảng 12.1 :* Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn, giá cổ phiếu và cơ cấu vốn.**

B	r_B	S	r_S	B/(B+S)	S/(B+S)	$r_B(1-T)$	r_V=WACC	Giá (P)
0	8.0	100	16.0	0.00	1.00	5.76	16.00	78.20
5	8.0	95	16.0	0.05	0.95	5.76	15.49	80.79
10	8.0	90	16.0	0.10	0.90	5.76	14.98	83.56
15	8.0	85	16.0	0.15	0.85	5.76	14.46	86.52
20	8.0	80	16.0	0.20	0.80	5.76	13.95	89.71
25	8.0	75	16.0	0.25	0.75	5.76	13.44	93.13
30	8.0	70	16.0	0.30	0.70	5.76	12.93	96.83
35	8.0	65	16.0	0.35	0.65	5.76	12.42	100.84
40	8.0	60	16.0	0.40	0.60	5.76	11.90	105.19
45	8.0	55	16.0	0.45	0.55	5.76	11.39	109.94
50	10.0	50	19.0	0.50	0.50	7.20	13.10	95.56
55	12.0	45	22.0	0.55	0.45	8.64	14.65	85.41
60	14.0	40	25.0	0.60	0.40	10.08	16.05	77.96
65	16.0	35	28.0	0.65	0.35	11.52	17.29	72.36
70	18.0	30	31.0	0.70	0.30	12.96	18.37	68.08
75	20.0	25	34.0	0.75	0.25	14.40	19.30	64.80
80	22.0	20	37.0	0.80	0.20	15.84	20.07	62.30
85	24.0	15	40.0	0.85	0.15	17.28	20.69	60.44
90	26.0	10	43.0	0.90	0.10	18.72	21.15	59.12



***Hình 12.1* : Quan hệ giữa giá cổ phiếu (P), chi phí sử dụng vốn và cơ cấu vốn.**

Bảng và hình 12.1 cho thấy rằng giá cổ phiếu sẽ đạt cực đại và chi phí sử dụng vốn trung bình đạt cực tiểu khi nợ chiếm 45% và vốn chiếm 55% tổng nguồn vốn. *Do đó*, lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu, còn gọi là cách tiếp cận truyền thống, ngầm hiểu rằng chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty, và có một cơ cấu vốn tối ưu.

2.1. Cơ cấu vốn tối ưu :

Do cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho cổ đông nên công ty cần thiết hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu (target capital structure). Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp giữa nợ, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu thường trong tổng nguồn vốn của công ty theo mục tiêu đề ra. Hoạch định chính sách cơ cấu vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro, vì sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro công ty, nhưng tỷ lệ nợ cao nói chung đưa đến lợi nhuận kỳ vọng cao.

Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm hạ thấp giá cổ phiếu, trong khi lợi nhuận cao lại có khuynh hướng gia tăng giá cổ phiếu công ty. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định cơ cấu vốn tối ưu ? *Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận và, do đó, tối đa hóa được giá cả cổ phiếu công ty.*

2.2. Những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn :

Rất tiếc là lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu chỉ mới đưa ra khái niệm chứ chưa chỉ rõ làm thế nào để xác định cơ cấu vốn tối ưu. *Dù vậy,* lý thuyết này có đề cập rằng khi hoạch định chính sách cơ cấu vốn tối ưu cần lưu ý các yếu tố ảnh hưởng như sau :

- *Rủi ro doanh nghiệp* – Rủi ro phát sinh đối với tài sản của công ty ngay cả khi công ty không sử dụng nợ. Công ty nào có rủi ro doanh nghiệp càng lớn thì càng hạ thấp tỷ lệ nợ tối ưu.
- *Thuế thu nhập công ty* – Do lãi vay là yếu tố chi phí trước thuế nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm thuế. *Tuy nhiên* điều này sẽ không còn ý nghĩa nữa đối với những công ty nào được ưu đãi hay vì lý do gì đó mà thuế suất thuế thu nhập ở mức thấp hoặc bằng 0.
- *Sự chủ động về tài chính* – Sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính đồng thời làm "xấu" đi tình hình bảng cân đối tài sản khiến cho những nhà cung cấp vốn ngần ngại cho vay hay đầu tư vốn vào công ty.
- *Phong cách và thái độ của ban quản lý công ty* – Một số ban giám đốc thận trọng hơn những người khác, do đó ít sử dụng nợ hơn trong tổng nguồn vốn của công ty.

3. LÝ THUYẾT LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG RÒNG (NOI APPROACH)

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng cho rằng chi phí sử dụng vốn trung bình và giá trị của công ty vẫn không đổi khi tỷ số đòn bẩy tài chính thay đổi. Để minh họa điều này chúng ta lấy ví dụ sau đây : *Giả sử công ty có khoản nợ 1.000 triệu đồng với lãi suất 10%, lợi nhuận hoạt động ròng hay EBIT là 1.500 triệu đồng và tỷ suất sinh lợi nói chung, r_V, là 15%. Với những thông tin đã cho, chúng ta có bảng tính toán sau :*

Đơn vị : Triệu đồng

R	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
r_V	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty (= O/r_V)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	1.000
S	Giá trị thị trường của vốn (V - B)	9.000

Lãi trả cho nợ vay I = 1.000 x 10% = 100 triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông E = R - I = 1.500 - 100 = 1.400 triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông :

$$r_S = \frac{E}{S} = \frac{1.400}{9.000} = 15,55\%$$

Bây giờ giả sử công ty gia tăng nợ từ 1.000 triệu đồng lên đến 3.000 triệu đồng và sử dụng số nợ huy động thêm để mua lại cổ phiếu thường. *Khi đó* giá trị của công ty sẽ như sau :

Đơn vị : Triệu đồng

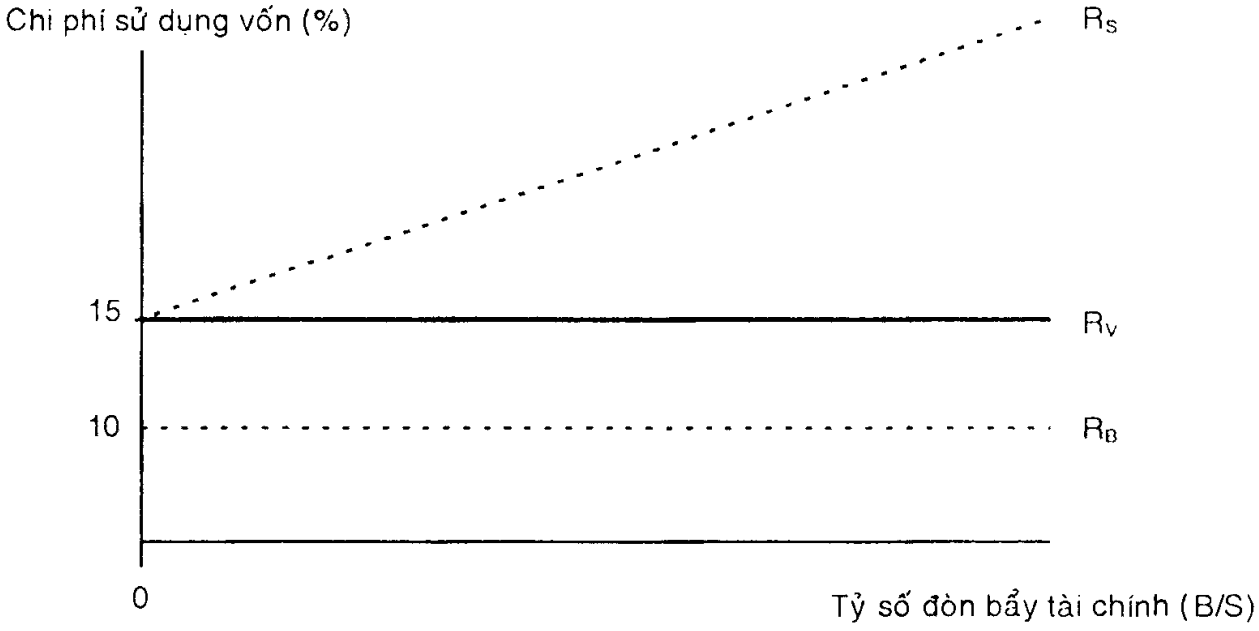
R	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
r_V	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty (= O/r_V)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	3.000
S	Giá trị thị trường của vốn (V - B)	7.000

Lãi trả cho nợ vay I = 3.000 x 10% = 300 triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông E = R - I = 1.500 - 300 = 1.200 triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông :

$$r_S = \frac{E}{S} = \frac{1.200}{7.000} = 17,14\%$$

Qua ví dụ trên chúng ta thấy rằng khi công ty gia tăng sử dụng nợ hay tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông tăng lên trong khi tỷ suất lợi nhuận nói chung và tỷ suất lợi nhuận dành cho chủ nợ không thay đổi. Bởi vì tỷ suất lợi nhuận nói

chung không đổi nên giá trị của công ty có thể xem như không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn. Điều này được minh họa bởi hình 12.2.



***Hình 12.2 :* Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn và tỷ số đòn bẩy tài chính.**

Một điều quan trọng nữa là chẳng những giá trị công ty không bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính mà giá cổ phiếu của công ty cũng không bị ảnh hưởng. *Để minh họa điều này,* chúng ta giả sử công ty có 1 triệu cổ phần thường đang lưu hành. *Do đó,* giá mỗi cổ phần sẽ là : (9.000 triệu đồng) / 1 triệu cổ phần = 9.000 đồng/cổ phần. Bây giờ công ty tăng nợ từ 1.000 lên đến 3.000 triệu đồng, tức là phát hành thêm 2.000 triệu đồng nợ để mua lại cổ phần thường. Số lượng cổ phần công ty có thể mua lại từ nợ phát hành thêm là : 2.000.000.000 / 9.000 = 222.222 cổ phần. *Như vậy* số cổ phần đang lưu hành của công ty bây giờ còn : 1.000.000 – 222.222 = 777.778 cổ phần. *Mặt khác,* giá trị thị trường của vốn cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn là 7.000 triệu đồng. *Do đó,* giá mỗi cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn sẽ là : 7000.000.000 / 777.778 = 9.000 đồng, tức là vẫn như trước khi thay đổi cơ cấu vốn.

Trên đây là hai lý thuyết căn bản về cơ cấu vốn của công ty. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu dựa vào lá chắn thuế để kết luận là có một cơ cấu vốn tối ưu, trong khi lý thuyết lợi nhuận ròng dựa vào giả định công ty hoạt động trong điều kiện không có thuế để kết luận là chẳng có cơ cấu vốn nào là tối ưu và giá cổ phiếu cũng như giá trị công ty

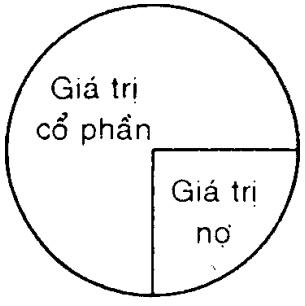
không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. *Tuy nhiên,* hai lý thuyết này vẫn chưa lý giải một cách thuyết phục tác động của tỷ số nợ trên vốn như thế nào khi nghiên cứu cơ cấu vốn của công ty. Phải đợi đến năm 1958 khi lý thuyết M&M ra đời, vấn đề này mới được làm sáng tỏ thêm.

Phần tiếp theo sẽ xem xét lý thuyết M&M, một lý thuyết hiện đại hơn về cơ cấu vốn. M&M là một lý thuyết rất khó hiểu đối với những ai mới tiếp cận nên phần còn lại của chương này trình bày lý thuyết M&M thành hai phần riêng biệt. Nếu bạn mới tiếp cận thì nên đọc phần giới thiệu tổng quan và có thể dừng lại ở đó. Nếu bạn muốn hiểu sâu hơn thì đọc phân trình bày chi tiết.

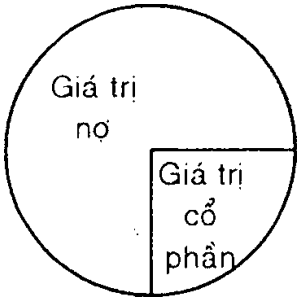
4. GIỚI THIỆU TỔNG QUAN LÝ THUYẾT M&M VỀ CƠ CẤU VỐN CÔNG TY

Lý thuyết này do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra trong bài báo có tựa đề : "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", Tạp chí American Economic Review số 48, tháng 6 năm 1958 (thường được gọi tắt là lý thyết M&M).

M&M cho rằng tổng rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán vào một công ty nào đó không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty. Do đó, tổng giá trị của công ty vẫn như cũ bất chấp cơ cấu nguồn tài trợ như thế nào. Kết luận của M&M dựa trên ý tưởng rằng bất chấp việc phân chia cơ cấu vốn công ty thành nợ, vốn cổ phần hay bất cứ nguồn vốn nào khác vẫn có một sự chuyển đổi trong giá trị đầu tư khiến cho giá trị công ty vẫn không đổi cho dù cơ cấu vốn của nó thay đổi. Điều này được minh họa bằng hình ảnh hai chiếc bánh trên hình vẽ 12.3 có tổng diện tích như nhau, cho dù được phân chia thế nào chăng nữa. Hay nói khác đi cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu không làm thay đổi giá trị của công ty.



Giá trị công ty theo lựa chọn 1



Giá trị công ty theo lựa chọn 2

***Hình 12.3 :* Minh họa nguyên lý tổng giá trị của M&M.**

Kết luận trên đây của M&M được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. *Kinh doanh chênh lệch giá là hoạt động kinh doanh bằng cách tìm kiếm hai tài sản hoàn toàn giống nhau về mọi mặt nhưng có giá chênh lệch nhau và quyết định mua tài sản nào rẻ để bán lại với giá cao hơn.* Nếu hai công ty giống hệt nhau ngoại trừ cơ cấu vốn khác nhau, do đó, giá trị cũng khác nhau thì hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ xảy ra và kết quả là giá trị của hai công ty sẽ được đưa về trạng thái cân bằng. Để minh họa điều này, chúng ta xem xét ví dụ dưới đây :

Xét hai công ty U (unleveraged) và L (leveraged) giống hệt nhau về mọi mặt ngoại trừ một yếu tố là công ty U không sử dụng đòn bẩy tài chính, tức là không vay nợ trong khi công ty L có một khoản vay 30.000$ bằng cách phát hành trái phiếu với lãi suất 12%.

Theo lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu thì công ty L sẽ có giá trị cao hơn và chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với công ty U. Để đơn giản chúng ta giả sử thêm rằng nợ của công ty L có giá trị thị trường bằng đúng mệnh giá của nó và tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với vốn chủ sở hữu là 16%. Giá trị của hai công ty được tính toán như sau :

		Công ty U	**Công ty L**
R	Thu nhập ròng	$10.000	$10.000
I	Lãi trả nợ vay	0	3.600
E	Lợi nhuận dành cho cổ đông (O – I)	10.000	6.400
r_E	Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu	0,15	0,16
S	Giá thị trường vốn chủ sở hữu (E/k_e)	66.667	40.000
B	Giá trị thị trường của nợ	0	30.000
V	**Tổng giá trị công ty (S + B)**	**66.667**	**70.000**
r_V	Chi phí huy động vốn nói chung $[r_B(B/V) + r_S(S/V)]$	0,15	0,143
B/S	Tỷ số nợ so với vốn	0	0,75

Qua bảng tính toán trên đây chúng ta thấy rằng công L có phí tổn huy động vốn thấp hơn và giá trị công ty cao hơn công ty U.

Theo M&M, các nhà đầu tư công ty L nhận thấy rằng tài sản của công ty L trên giá trị nên họ sẽ kinh doanh chênh lệch giá bằng

cách bán cổ phiếu công ty L và mua lại cổ phiếu công ty U. Quá trình kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn khiến cho giá cổ phiếu công ty L giảm trong khi giá cổ phiếu công ty U tăng đến khi nào tổng giá trị thị trường của hai công ty trở nên giống hệt nhau.

Ví dụ, nhà đầu tư A đang nắm giữ 1% cổ phiếu công ty L với giá trị thị trường là 40.000$ x 0,01 = 400$. Nhà đầu tư A sẽ :

- Bán cổ phiếu công ty L được 400$.
- Vay 300$ với lãi suất 12%, vay bằng 1% nợ của công ty L. Tổng số vốn sẵn sàng cho đầu tư của nhà đầu tư A bây giờ là 400$ + 300$ = 700$.
- Mua 1% cổ phiếu của công ty U với giá 66.667 x 0,01 = 666,67$. Sau giao dịch này nhà đầu tư nắm giữ 1% cổ phiếu công ty U và còn thừa 700 - 666,7 = 33,33$.

Trước khi thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư vào cổ phiếu L là 400 x 0,16 = 64$. Sau khi thực hiện giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư là 666,67 x 0,15 = 100$ nhưng nhà đầu tư phải trả lãi vay là 300 x 0,12 = 36$. Lợi nhuận nhà đầu tư được hưởng vẫn là 100 - 36 = 64$, bằng lợi nhuận nếu đầu tư vào công ty L. *Tuy nhiên,* số tiền nhà đầu tư bỏ ra cho hoạt động đầu tư vào công ty U chỉ có 666,67 - 300 = 366,67$ thấp hơn 33,33$ so với đầu tư vào công ty L. Do hạ thấp được tiền đầu tư nhưng vẫn kiếm được lợi nhuận như trước kia nên nhà đầu tư A thích đầu tư vào công ty U. Nhiều nhà đầu tư khác cũng hành động như nhà đầu tư A khiến cho giá cổ phiếu công ty U tăng trong khi giá cổ phiếu công ty L giảm. Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn cho đến khi giá hai cổ phiếu trở nên bằng nhau. Dựa trên cơ sở tác động của quá trình kinh doanh chênh lệch giá như vừa minh họa, *M&M kết luận rằng công ty không thể thay đổi giá trị hay chi phí sử dụng vốn bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính.*

Cần lưu ý rằng những bàn bạc ngắn gọn và kết luận trên đây của lý thuyết M&M dựa trên những giả định rằng không có thuế thu nhập cá nhân và thuế thu nhập công ty, không có chi phí khốn khó về tài chính và nhà đầu tư và cá nhân đều có thể đi vay với lãi suất như nhau. *Rõ ràng* những giả định trên đây không tồn tại trên thực tế. *Do đó,* cần thiết xem xét chi tiết hơn về lý thuyết M&M trong đó

các giả định cần được tháo bỏ dần. Chương 13 tiếp theo sẽ xem xét chi tiết hơn về lý thuyết M&M[1].

5. BÀN LUẬN CHI TIẾT HƠN VỀ LÝ THUYẾT M&M

5.1. Các giả định và mệnh đề của lý thuyết M&M :

Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn của công ty được Modigliani và Miller đưa ra từ năm 1958. Đến nay đã nửa thế kỷ trôi qua nhưng nhiều thế hệ sinh viên vẫn bỡ ngỡ và tỏ ra rất khó hiểu khi bàn về lý thuyết M&M. *Vì lẽ đó,* phần này tóm tắt các giả định và mệnh đề quan trọng của lý thuyết M&M nhằm giúp cho bạn dễ dàng hơn khi tiếp cận với lý thuyết M&M, trước khi đi sâu vào chi tiết. Lý thuyết M&M dựa trên những giả định quan trọng sau đây :

Giả định về thuế.

- Giả định về chi phí giao dịch.
- Giả định về chi phí khốn khó tài chính.
- Giả định về thị trường hoàn hảo.

Về nội dung, lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng. Mệnh đề thứ nhất (I) nói về giá trị công ty. Mệnh đề thứ hai (II) nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này lần lượt sẽ được xem xét trong hai trường hợp ứng với hai giả định chính : có thuế và không có thuế.

5.2. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế :

Đây là trường hợp đơn giản nhất khi xem xét lý thuyết M&M. Trong trường hợp này tất cả các giả định của M&M đều được thuân thủ nhằm đơn giản hóa vấn đề cần nghiên cứu. Các giả định đầy đủ của lý thyết M&M bao gồm :

- Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.
- Không có chi phí giao dịch.

---

(1) Phần này dành cho những ai muốn hiểu sâu hơn về lý thuyết M&M. Có thể không yêu cầu trong nội dung học tập đối với sinh viên cao đẳng và đại học không thuộc các chuyên ngành quản trị kinh doanh, tài chính và ngân hàng.

- Không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính.
- Cá nhân và công ty đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau.
- Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo.

Với những giả định như trên, nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề như sắp được trình bày dưới đây.

5.2.1. Mệnh đề I – Giá trị công ty :

Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không có vay nợ (V_U), nghĩa là $V_U = V_L$. Mệnh đề này có thể phát biểu theo cách khác là trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ và không vay nợ là như nhau, do đó, cơ cấu nợ/vốn (B/S) không có ảnh hưởng gì đến giá trị công ty. *Vì vậy,* không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn.

Để minh họa cho mệnh đề I chúng ta xem xét ví dụ như sau[1] : *Giả sử* giá trị thị trường của công ty JSC là 1.000$. Công ty hiện tại không có vay nợ và giá mỗi cổ phần của công ty ở mức 10$. Giả sử rằng JSC dự định vay 500$ để trả thêm cổ tức 5$ cho mỗi cổ phần. Sau khi vay nợ công ty trở thành công ty có vay nợ (levered) so với trước kia không có vay nợ (unlevered). Có vô số khả năng xảy ra đối với giá trị công ty, nhưng nhìn chung có thể tóm tắt thành một trong ba khả năng xảy ra sau khi vay nợ : (1) Giá trị công ty sẽ lớn hơn giá trị ban đầu, (2) Giá trị công ty vẫn như giá trị ban đầu, và (3) Giá trị công ty nhỏ hơn giá trị ban đầu. Giả sử sau khi liên hệ ngân hàng đầu tư, các nhà tư vấn uy tín khẳng định rằng chênh lệch giá trị sau khi vay nợ tối đa bằng 250$. Bảng 12.2 dưới đây trình bày giá trị công ty theo ba tình huống.

---

(1) Ross, S.A, Westerfield, R.W., Jaffe, J., (2005), Corporate Finance, McGraw-Hill.

***Bảng 12.2 :* Giá trị công ty khi có và không vay nợ.**

	Giá trị công ty khi không có nợ	Giá trị công ty sau khi vay nợ trả cổ tức		
		I	II	III
Nợ	0	500	500	500
Vốn chủ sở hữu	1.000	750	500	250
Giá trị công ty	$1.000	$1.250	$1.000	$750

Chúng ta biết rằng lợi ích của nhà đầu tư hay cổ đông khi mua cổ phiếu công ty là được hưởng cổ tức và lợi vốn. Sau khi tái cấu trúc công ty JSC, giám đốc tài chính không biết tình huống nào sẽ xảy ra, nhưng nói chung có ba tính huống ứng với ba tình huống thay đổi giá trị công ty như đã xét ở bảng 12.2. Lợi ích của cổ đông thể hiện tùy theo các tình huống như sau (Bảng 12.3) :

***Bảng 12.3 :* Lợi ích của cổ đông sau khi tái cấu trúc công ty.**

	Tình huống		
	i	II	III
Vốn chủ sở hữu giảm sau khi tái cấu trúc	– 250	– 500	– 750
Cổ tức	500	500	500
Lợi/lỗ ròng	$250	$0	– $250

- Ở tình huống I, sau khi tái cấu trúc vốn, vốn chủ sở hữu từ 1.000 giảm còn 750, tức giảm – 250$. Bù lại, cổ đông nhận được cổ tức 500$. Do đó, lợi vốn ròng là 500 – 250 = 250$. Nếu ban giám đốc tin rằng tình huống I xảy ra thì nên tái cấu trúc công ty vì khi ấy có lợi cho cổ đông.
- Ở tình huống III, sau khi tái cấu trúc vốn, vốn chủ sở hữu từ 1.000 giảm còn 250, tức giảm – 750$. Bù lại, cổ đông nhận được cổ tức 500$. Do đó, lỗ vốn ròng là 500 – 750 = – 250$. Nếu ban giám đốc tin rằng tình huống III xảy ra thì không nên tái cấu trúc công ty vì tái cấu trúc sẽ tổn hại cho cổ đông.

- Ở tình huống II, sau khi tái cấu trúc vốn, vốn chủ sở hữu từ 1.000 giảm còn 500, tức giảm - 500$. Bù lại, cổ đông nhận được cổ tức 500$. Do đó, lợi vốn ròng là 500 - 500 = 0$. Nếu tình huống II xảy ra thì tái cấu trúc chẳng có ý nghĩa gì, nó không mang lại lợi ích cũng không làm thiệt hại cho cổ đông.

Từ ví dụ minh họa trên đây cho chúng ta hai nhận xét : (1) Thay đổi cơ cấu vốn chỉ có lợi cho cổ đông *nếu và chỉ nếu giá trị công ty tăng lên*, (2) Ban giám đốc nên chọn cơ cấu vốn sao cho ở đó giá trị công ty cao nhất, bởi vì ở cơ cấu vốn đó có lợi nhất cho cổ đông. *Tuy nhiên,* ví dụ này chưa cho chúng ta biết cơ cấu vốn nào có lợi nhất cho cổ đông, bởi vì nó chưa thể nói tình huống nào trong ba tình huống đã phân tích trên đây sẽ xảy ra.

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta phải xem xét tác động của đòn bẩy tài chính, thông qua ví dụ thứ hai như sau : *Giả sử* công ty Trans Am hiện là công ty không có vay nợ. Công ty đang xem xét phát hành trái phiếu để mua lại cổ phiếu của công ty nhằm thay đổi cơ cấu vốn. Tình hình tài sản và nợ của công ty ứng với cơ cấu vốn hiện tại và cơ cấu vốn đề nghị được trình bày ở bảng 12.4.

***Bảng 12.4 :* Cơ cấu tài chính của công ty Trans Am.**

	Hiện tại	Đề nghị
Tài sản	$8000	$8000
Nợ	0	4000
Vốn	8000	4000
Lãi suất	10%	10%
Giá thị trường của mỗi cổ phần	$20	$20
Số cổ phần đang lưu hành	400	200

Kết quả hoạt động của công ty tùy thuộc vào tình hình của nền kinh tế, ứng với ba tình huống xảy ra : suy thoái, kỳ vọng, và tăng trưởng. Nếu sử dụng cơ cấu vốn như hiện tại thì kết quả hoạt động của công ty ứng với ba tình huống được trình bày ở bảng 12.5.

***Bảng 12.5 :* Kết quả hoạt động của công ty ứng với cơ cấu vốn hiện tại.**

	Suy thoái	Kỳ vọng	Tăng trưởng
Lợi nhuận trên tài sản (ROA)	5%	15%	25%
Lợi nhuận	$400	$1200	$2000
Lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE) = Lợi nhuận/Vốn	5%	15%	25%
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	$1,00	$3,00	$5,00

Nếu thay đổi cơ cấu vốn như đề nghị thì kết quả hoạt động của công ty ứng với ba tình huống được trình bày ở bảng 12.6.

***Bảng 12.6 :* Kết quả hoạt động của công ty ứng với cơ cấu vốn đề nghị.**

	Suy thoái	Kỳ vọng	Tăng trưởng
Lợi nhuận trên tài sản (ROA)	5%	15%	25%
Lợi nhuận	$400	$1200	$2000
Lãi vay (= 4.000 x 10%)	- 400	- 400	- 400
Lợi nhuận sau khi trả lãi	0	800	1600
Lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE) = Lợi nhuận sau lãi/Vốn	0	20%	40%
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	$0	$4,00	$8,00

So sánh bảng 12.5 với 12.6, chúng ta thấy rằng ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính phụ thuộc vào lợi nhuận trước lãi. Nếu lợi nhuận trước lãi là 1.200$ thì lợi nhuận trên vốn (ROE) ứng với cơ cấu vốn đề nghị cao hơn và ngược lại nếu lợi nhuận trước lãi chỉ có 400$ thì lợi nhuận trên vốn (ROE) ứng với cơ cấu vốn hiện tại cao hơn. Vấn đề tác động của đòn bẩy kinh tế đã được xem xét kỹ trong chương 10.

Nếu chọn tình huống kỳ vọng để xem xét và so sánh EPS ứng với cơ cấu vốn hiện tại và EPS ứng với cơ cấu vốn đề nghị, chúng ta dễ nhận thấy rằng sử dụng đòn bẩy là có lợi cho cổ đông bởi vì EPS = 4$ nếu công ty có vay nợ, trong khi nếu không vay nợ thì EPS = 3. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính cũng tạo ra rủi ro, thể hiện ở chỗ nếu tình hình kinh tế suy thoái thì công ty không vay nợ có EPS = 1$, trong khi công ty vay nợ thì EPS = 0. Như vậy, liệu thay đổi cơ cấu vốn có tốt hơn cho cổ đông hay không ?

Modigliani và Miller đã tranh luận thuyết phục rằng công ty không thể thay đổi giá trị công ty bằng cách thay đổi cấu trúc vốn. *Nói khác đi,* giá trị công ty vẫn như vậy dù cấu trúc vốn khác đi. *Nói một cách khác nữa,* đối với cổ đông, không có cấu trúc vốn nào tốt hơn cấu trúc vốn nào. Đây chính là nội chung của mệnh đề M&M số I. Để chứng minh cho mệnh đề này chúng ta xem xét và so sánh hai chiến lược đầu tư sau :

- **Chiến lược A** : Mua 100 cổ phần của công ty có vay nợ.
- **Chiến lược B** : Vay 2.000$ từ ngân hàng cùng với 2.000$ riêng có (cho đủ 4.000$ như công ty đi vay) để mua 200 cổ phần của công ty không có vay nợ ở mức giá 20$.

Lưu ý ở chiến lược A, bạn mua cổ phần của công ty có vay nợ, nghĩa là mua cổ phần của công ty có sử dụng đòn bẩy. *Ở chiến lược B,* bạn vay tiền để đầu tư vào công ty không có vay nợ, việc bạn đi vay nợ cũng xem như sử dụng đòn bẩy nhưng đấy là đòn bẩy tự tạo (homemade leverage). Kết quả đầu tư của hai chiến lược được trình bày ở bảng 12.7 dưới đây.

***Bảng 12.7* : Lợi ích và chi phí của cổ đông theo hai cơ cấu vốn và hai chiến lược.**

	Tình huống		
	Suy thoái	**Kỳ vọng**	**Tăng trưởng**
Chiến lược A : Mua 100 cổ phần của công ty có vay nợ			
EPS của công ty có vay nợ (từ Bảng 12.6)	$0	$4	$8

Lợi nhuận đầu tư 100 cổ phần	$0	$400	$800
Chi phí = 100@$20 = 2.000$			
Chiến lược B : Đòn bẩy tự tạo			
EPS của công ty không vay nợ (từ Bảng 12.5)	$1	$3	$5
Lợi nhuận đầu tư 200 cổ phần	200	600	1000
Trừ lãi vay (vay 2000 với lãi suất 10%)	- 200	- 200	- 200
Lợi nhuận ròng	$0	$400	$800
Chi phí = 200@$20 - 2000 (nợ vay) = 2000$			

Kết quả tính toán ở bảng 12.7 cho thấy rằng cả hai chiến lược đều có chi phí như nhau (2.000$) và đem lại lợi nhuận ròng cho cổ đông như nhau : 0; 400 và 800$ ứng với mỗi tình huống. *Từ đó,* chúng ta có thể kết luận rằng bằng việc tái cấu trúc vốn, công ty Trans Am không làm lợi cũng không làm hại cho cổ đông. *Nói khác đi,* nhà đầu tư nào không nhận bất cứ thứ gì từ đòn bẩy tài chính công ty thì cũng chẳng nhận được gì theo cách riêng của họ.

Trở lại bảng 12.4, chúng ta thấy rằng, giá trị công ty không có vay nợ là V_U = Vốn + Nợ = 8.000 + 0 = 8.000$, trong khi giá trị của công ty có vay nợ là V_L = Vốn + Nợ = 4.000 + 4.000 = 8.000$. Nếu vì lý do gì đó làm cho $V_L > V_U$, do đó, chiến lược A tốn chi phí đầu tư hơn chiến lược B. Nhà đầu tư nào phát hiện điều này sẽ thích chiến lược B, tức là tự mình đi vay tiền và đầu tư vào công ty không có vay nợ, vì đầu tư theo chiến lược B nhà đầu tư bỏ ra ít chi phí hơn, nhưng vẫn được cùng một mức lợi nhuận như đầu tư vào công ty có vay nợ. Sớm muộn gì các nhà đầu tư khác cũng nhận ra sự chênh lệch giá này vì thị trường vốn là hoàn hảo và nhà đầu tư bình đẳng về thông tin. *Khi ấy,* có nhiều nhà đầu tư dồn vào mua công ty không vay nợ khiến cho giá trị công ty không vay nợ tăng lên. Quá trình tiếp diễn cho đến khi nào giá trị công ty không vay nợ tăng lên bằng giá trị công ty có vay nợ, nghĩa là $V_U = V_L$.

5.2.2. Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn :

Như đã phân tích ở phần trước, đòn bẩy tài chính có tác dụng khuếch đại EPS nhưng đồng thời làm cho phạm vi biến động của EPS cũng lớn hơn. Điều này cho thấy đòn bẩy tài chính làm cho vốn cổ phần trở nên rủi ro hơn. *Như vậy* lợi nhuận yêu cầu của vốn cổ phần phải tăng lên. *Chẳng hạn* nếu lợi nhuận thị trường là 15% thì lợi nhuận yêu cầu của cổ đông phải lên đến 20%. Nhận xét này đưa đến mệnh đề M&M số II. Mệnh đề M&M số II phát biểu rằng *lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.* Về mặt toán học, mệnh đề M&M số II có thể được biểu diễn bởi công thức :

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B)\frac{B}{S}, \qquad (12.5)$$

Trong đó :

r_S = Lợi nhuận yêu cầu hay lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần.

r_B = Lãi suất vay hay chi phí sử dụng nợ.

r_0 = Chi phí sử dụng vốn nếu công ty sử dụng 100% vốn cổ phần.

B = Giá trị của nợ hay trái phiếu của C.ty phát hành

S = Giá trị của vốn cổ phần của công ty.

Để chứng minh mệnh đề M&M số II, chúng ta nhớ lại cách tính chi phí sử dụng vốn trung bình đã trình bày trong chương 7. *Trong chương 7,* chúng ta đã biết chi phí sử dụng vốn trung bình (r_{WACC}) được xác định bởi công thức[1] :

$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} r_B + \frac{S}{B+S} r_S \qquad (12.6)$$

Vận dụng công thức này, chúng ta tính được chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty trong hai trường hợp : công ty có vay nợ và công ty không có vay nợ.

---

(1) Ở đây chúng ta giả định rằng không có thuế thu nhập công ty nên T = 0, do đó, có thể bỏ qua (1 – T) trong công thức tính chi phí sử dụng vốn trung bình.

- Đối với công ty không vay nợ, xét tình huống kỳ vọng ở bảng 12.4 và 12.5, chúng ta có lợi nhuận sau lãi là 1.200 và vốn cổ phần là 8.000, do đó, tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần là r_S = 1.200/8.000 = 15%. *Thay vào* công thức tính chi phí sử dụng vốn trung bình, ta có :

$$r_{WACC} = \frac{0}{0 + 8.000} \times 10\% + \frac{8.000}{0 + 8.000} 15\% = 15\%$$

- Đối với công ty có vay nợ, xét tình huống kỳ vọng ở bảng 12.4 và 12.6, chúng ta có lợi nhuận sau lãi là 800 và vốn cổ phần là 4000, do đó, tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần là r_S = 800/4000 = 20%. Thay vào công thức tính chi phí sử dụng vốn trung bình, ta có :

$$r_{WACC} = \frac{4.000}{4.000 + 4.000} \times 10\% + \frac{4.000}{4.000 + 4.000} \times 20\% = 15\%$$

Từ kết quả này cho chúng ta kết luận rằng, *trong điều kiện không có thuế, chi phí sử dụng vốn trung bình không đổi bất chấp cơ cấu vốn thay đổi như thế nào.*

Bây giờ chúng ta xét chi phí sử dụng vốn của công ty có 100% vốn cổ phần (r_0). Đối với công ty Trans Am, r_0 được xác định như sau :

$$r_0 = \frac{\text{Lợi nhuận kỳ vọng của công ty không vay nợ}}{\text{Vốn cổ phần của công ty không vay nợ}} = \frac{1.200}{8.000} = 15\%$$

Do chi phí sử dụng vốn trung bình r_{WACC} không đổi bất chấp tỷ số nợ thay đổi như thế nào nên chúng ta có thể thiết lập cân bằng : $r_{WACC} = r_0$. Thay biểu thức r_{WACC} vào phương trình này, chúng ta có :

$$r_{WACC} = \frac{B}{B + S} r_B + \frac{S}{B + S} r_S = r_0 \qquad (12.7)$$

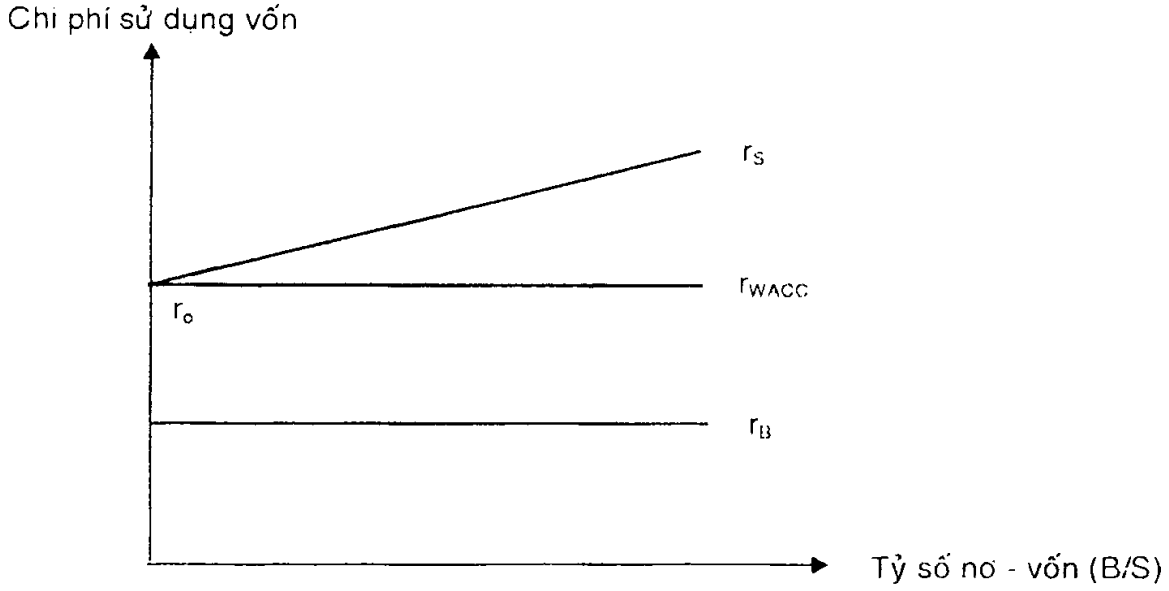
Nhân hai vế của phương trình (12.7) với (B+S)/S, ta có :

$$\frac{B}{S} r_B + r_S = \frac{B + S}{S} r_0 = \frac{B}{S} r_0 + r_0 \qquad (12.8)$$

Đặt B/S ra làm thừa số chung và sắp xếp lại công thức (12.8), ta có :

$$r_S = \frac{B}{S} (r_0 - r_B) + r_0 = r_0 + (r_0 - r_B) \frac{B}{S} \qquad (12.9)$$

Công thức (12.9) là công thức dẫn tả nội dung mệnh đề M&M số II. Dễ thấy rằng công thức mệnh đề M&M số II có dạng hàm số bậc nhất y = a + bx, trong đó ẩn số x chính là tỷ số nợ B/S. Đồ thị biểu diễn hàm số này có dạng như trên hình 12.4.



Hình 12.4 : **Mệnh đề M&M số II khi không có thuế.**

Bây giờ chúng ta thử ứng dụng công thức (12.9) của mệnh đề M&M số II để xác định chi phí sử dụng vốn của cổ đông đối với công ty Trans Am. Sau khi tái cấu trúc công ty có nợ vay là 4.000$ với lãi suất 10% và vốn chủ sở hữu là 4.000$. Chi phí sử dụng vốn sở hữu trước khi tái cơ cấu là 15%. Sau khi tái cấu trúc, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu :

$$r_S = r_o + (r_o - r_B)\frac{B}{S} = 15\% + (15 - 10\%)\frac{4.000}{4.000} = 20\%$$

5.3. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế :

Từ đầu quyển sách này cũng như rải rác trong các chương 7, 10, và 11 chúng ta thường xuyên đề cập và nhấn mạnh lãi vay như là một yếu tố được khấu trừ và giúp công ty tiết kiệm được thuế. *Bây giờ* chúng ta xem xét xem tiết kiệm thuế có lợi gì cho công ty nói chung và cho cổ đông nói riêng. Điều này cũng được giải thích chi tiết bởi lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế. *Ở phần trước,* chúng ta xem xét lý thuyết M&M với giả định là không có thuế thu nhập công ty.

Điều này chỉ đúng trong một số ít trường hợp *chẳng hạn* như khi công ty mới thành lập hay như ở Việt Nam là khi công ty mới được cổ phần hóa được miễn thuế trong ba năm đầu. Còn lại đại đa số là trường hợp công ty phải nộp thuế thu nhập. *Do đó,* sẽ không thực tế lắm nếu giả định công ty hoạt động trong môi trường không có thuế.

5.3.1. Mệnh đề số I – Giá trị công ty trong trường hợp có thuế :

Mệnh đề M&M số I xem xét xem giá trị công ty sẽ thay đổi thế nào khi thay đổi tỷ số nợ trên vốn (B/S) hay còn gọi là tỷ số đòn bẩy. Để thấy được sự thay đổi này, lý thuyết M&M xem xét giá trị công ty trong trường hợp không vay nợ hay được tài trợ bằng 100% vốn chủ sở hữu (V_U) và giá trị của công ty khi có vay nợ (V_L). Ngoài ra, dù có vay nợ hay không vay nợ công ty vẫn phải nộp thuế thu nhập với thuế suất là T_C. Nếu có vay nợ (B) bằng cách phát hành trái phiếu công ty sẽ phải trả lãi suất vay là r_B. Nếu không vay nợ hay tài trợ hoạt động công ty bằng 100% vốn chủ sở hữu (S) thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là r_0. Mệnh đề M&M số I phát biểu như sau :

> *Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. Về mặt toán học, mệnh đề M&M số I trong trường hợp có thuế được diễn tả bởi công thức :* $V_L = V_U + T_C B$.

Để chứng minh cho mệnh đề này chúng ta vừa xem xét ví dụ minh họa[1] vừa sử dụng một số lý luận và biến đổi đại số. Ví dụ công ty WP có thuế suất thuế thu nhập công ty là 35% và lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) hàng năm là 1 triệu $. Toàn bộ lợi nhuận sau thuế đều được sử dụng để trả cổ tức cho cổ đông. Công ty đang xem xét hai phương án cơ cấu vốn. *Theo phương án 1,* công ty không sử dụng nợ trong cơ cấu vốn của mình. *Theo phương án 2,* công ty vay 4 triệu $ nợ (B) với lãi suất, r_B, là 10%. Giám đốc tài chính tính toán dòng tiền dành cho cổ đông và trái chủ (bondholders) như sau :

(1) Ross, S.A, Westerfield, R.W., Jaffe, J., (2005), Corporate Finance, McGraw-Hill.

Bảng 12.8 : **Dòng tiền dành cho cổ đông và trái chủ.**

	Phương án 1	Phương án 2
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	$1.000.000	$1.000.000
Lãi vay ($r_B B$ = 4 triệu x 10%)	0	– 400.000
Lợi nhuận trước thuế (EBT = EBIT – $r_B B$)	1.000.000	600.000
Thuế (T_C = 35%)	– 350.000	– 210.000
Lợi nhuận sau thuế (EAT = (EBIT – $r_B B$)(1 – T_C)	650.000	390.000
Dòng tiền dành cho cổ đông và trái chủ		
(EBIT – $r_B B$)(1 – T_C) + $r_B B$ = = EBIT(1 – T_C) + $T_C r_B B$	650.000	790.000

Bảng 12.8 cho thấy dòng tiền hàng năm dành cho cổ đông và trái chủ là EBIT(1 – T_C) + $T_C r_B B$. Cần lưu ý dòng tiền ở đây là dòng tiền đều mãi mãi. Chúng ta biết rằng giá trị của công ty chính là hiện giá của dòng tiền với suất chiết khấu thích hợp. Với phương án không vay nợ, lãi vay bằng 0 và dòng tiền dành cho cổ đông chính là lợi nhuận sau thuế. Chúng ta sẽ chiết khấu dòng tiền này ở suất chiết khấu r_o để có được giá trị công ty trong trường không có vay nợ :

$$V_U = PV\,[EBIT\,(1 - T_C)] = \frac{EBIT\,(1 - T_C)}{r_o} \qquad (12.10)$$

Với phương án có vay nợ, dòng tiền của công ty sẽ gồm có hai phần. Phần thứ nhất bằng dòng tiền của công ty không có vay nợ, EBIT(1 – T_C) và phần thứ hai chính là $T_C r_B B$. Bộ phận thứ hai này được gọi là lá chắn thuế. *Do đó,* giá trị công ty bằng hiện giá của bộ phận dòng tiền thứ nhất chiết khấu ở suất chiết khấu là r_o và hiện giá của bộ phận dòng tiền thứ hai chiết khấu ở suất chiết khấu r_B[(1)].

$$\begin{aligned} V_L &= PV\,[EBIT\,(1 - T_C) + T_C r_B B] \\ &= PV\,[EBIT\,(1 - T_C)] + PV(T_C r_B B) \\ &= \frac{EBIT\,(1 - T_C)}{r_o} + \frac{T_C r_B B}{r_B} = \frac{EBIT\,(1 - T_C)}{r_o} + T_C B \\ &= V_U + T_C B \end{aligned}$$

(1) Chúng ta xem lá chắn thuế có cùng mức rủi ro như nợ.

Hay là : $V_L = V_U + T_CB$ (12.11)

Công thức (12.11) này cho chúng ta kết luận, trong trường hợp có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của là chắn thuế (T_CB). Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số I trong điều kiện có thuế thu nhập công ty.

5.3.2. Mệnh đề số II – Chi phí sử dụng vốn trong trường hợp có thuế :

Trong phần trước, chúng ta đã làm quen với mệnh đề M&M số II – chi phí sử dụng vốn trong trường hợp không có thuế. Nếu không có thuế thu nhập công ty, *lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.* Trong trường hợp có thuế thì sao ? Mệnh đề M&M số II giúp chúng ta trả lời câu hỏi này. Trong trường hợp có thuế, *lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ nhưng mối quan hệ này được diễn tả bởi công thức :*

$$r_S = r_o + (r_o - r_B)(1 - T_C)\frac{B}{S} \qquad (12.12)$$

Công thức (12.12) này có thể được suy ra từ mệnh đề M&M số I. Trong trường hợp có thuế, giá trị của công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế. *Do đó,* chúng ta cá thể biểu diễn bảng cân đối tài sản của công ty có vay nợ như sau :

V_U = Giá trị công ty không vay nợ	B = Nợ
T_CB = Hiện giá lá chắn thuế	S = Vốn cổ phần

Ngoài ra, chúng ta biết quan hệ giữa giá trị công ty và dòng tiền được thể hiện qua công thức chung :

Giá trị công ty = PV(dòng tiền)
= Dòng tiền / Chi phí sử dụng vốn
(vì đây là dòng tiền đều mãi mãi)

Ngược lại, dòng tiền sẽ bằng hiện giá dòng tiền nhân với chi phí sử dụng vốn. Từ đây chúng ta có thể suy ra dòng tiền kỳ vọng bên trái của bảng cân đối kế toán sẽ là : $V_Ur_o + T_CBr_B$. *Tương tự,* dòng

tiền ròng bên tay phải của bảng cân đối kế toán là $Br_B + Sr_S$. *Theo nguyên tắc kế toán,* tổng tài sản bằng tổng nguồn vốn và bởi vì dòng tiền xem xét ở đây là dòng tiền đều mãi mãi và toàn bộ dòng tiền tạo ra đều được trả cổ tức nên dòng tiền bên tài sản của công ty thuộc về cổ đông, do đó, chúng ta có thể thiết lập cân bằng :

$$Br_B + Sr_S = V_U r_o + T_C Br_B \qquad (12.13)$$

Chia hai vế đẳng thức (12.13) cho S, sau đó chuyển vế, ta được :

$$r_S = \frac{V_U\, r_o}{S} + \frac{T_C\, Br_B}{S} - \frac{Br_B}{S}$$

$$= \frac{V_U}{S} r_o - (1 - T_C)\frac{Br_B}{S} \qquad (12.14)$$

Theo mệnh đề M&M số I, chúng ta có giá trị công ty : $V_L = V_U + T_C B = B+S$. Từ đây suy ra $V_U = S + (1 - T_C)B$. Thay giá trị của V_U vào biểu thức (12.14) tính r_S, ta được :

$$r_S = \frac{V_U}{S} r_o - (1-T_C)\frac{Br_B}{S} = \frac{S + (1 - T_C)\, B}{S} r_o - (1 - T_C)\frac{B}{S} r_B$$

$$= r_o + \frac{(1 - T_C)\, B}{S} r_o - (1-T_C)\frac{B}{S} r_B$$

Đặt $(1 - T_C)B/S$ ra làm thừa số chung, chúng ta có :

$$r_S = r_o + \frac{(1 - T_C)\, B}{S} (r_o - r_B)$$

$$= r_o + (r_o - r_B)(1 - T_C)\frac{B}{S} \qquad (12.15)$$

Công thức (12.15) chính là công thức diễn tả nội dung mệnh đề M&M số II cần chứng minh.

5.3.3. Ví dụ minh họa ứng dụng lý thuyết M&M :

Phần 5.3.1 và 5.3.2 đã xem xét lý thuyết M&M với hai mệnh đề số I và số II trong trường hợp có thuế thu nhập công ty. *Bây giờ* để giúp bạn hiểu thêm lý thuyết M&M hoạt động như thế nào trong thực tiễn, chúng ta cùng xem ví dụ minh họa như sau :

Công ty DA hiện tại là công ty không có vay nợ. Công ty kỳ vọng kiếm được lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) ở mức 138,89

tỷ đồng kéo dài mãi mãi. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 28% và toàn bộ lợi nhuận sau thuế đều được dùng để trả lãi. Công ty đang xem xét tái cấu trúc vốn, theo đó công ty sẽ vay nợ 200 tỷ đồng với lãi suất vay là 10%. Công ty không có vay nợ trong cùng ngành với công ty DA có chi phí sử dụng vốn cổ phần là 20%. Giá trị công ty DA sau khi tái cấu trúc là bao nhiêu ?

Theo mệnh đề M&M số I, giá trị công ty DA sau khi tái cấu trúc sẽ bằng :

$$V_L = \frac{EBIT\ (1 - T_C)}{r_0} + T_C B = \frac{138,89\ (1 - 0,28)}{0,20} + 0,28(200)$$

$$= 500 + 56 = 556 \text{ tỷ đồng.}$$

Giá trị này lớn hơn giá trị của công ty khi không vay nợ là 56 tỷ đồng. Bởi vì giá trị công ty bằng nguồn vốn nên ta có $V_L = B+S = 556$. Suy ra giá trị của vốn $S = 556 - 200 = 356$ tỷ đồng.

Theo mệnh đề M&M số II, ta có chi phí sử dụng vốn cổ phần sau khi công ty vay nợ là :

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B)\ (1 - T_C)\ \frac{B}{S}$$

$$= 20 + (20 - 10)\ (1 - 0,28)\ \frac{200}{356}$$

$$= 24,04\%$$

Chúng ta biết dòng tiền dành cho cổ đông chính là lợi nhuận sau thuế và lãi có công thức tính là $(EBIT - r_B B)(1 - T_C)$. Sử dụng suất chiết khấu r_S vừa xác định chúng ta có thể tìm lại được giá trị vốn cổ phần như sau :

$$S = \frac{EBIT - r_B B\ (1 - T_C)}{r_S} = \frac{[138,89 - 200\ (10\%)]\ (1 - 0,28)}{0,2404}$$

$$= 356 \text{ tỷ đồng.}$$

Kết quả này phù hợp với kết quả vừa tính toán trên đây.

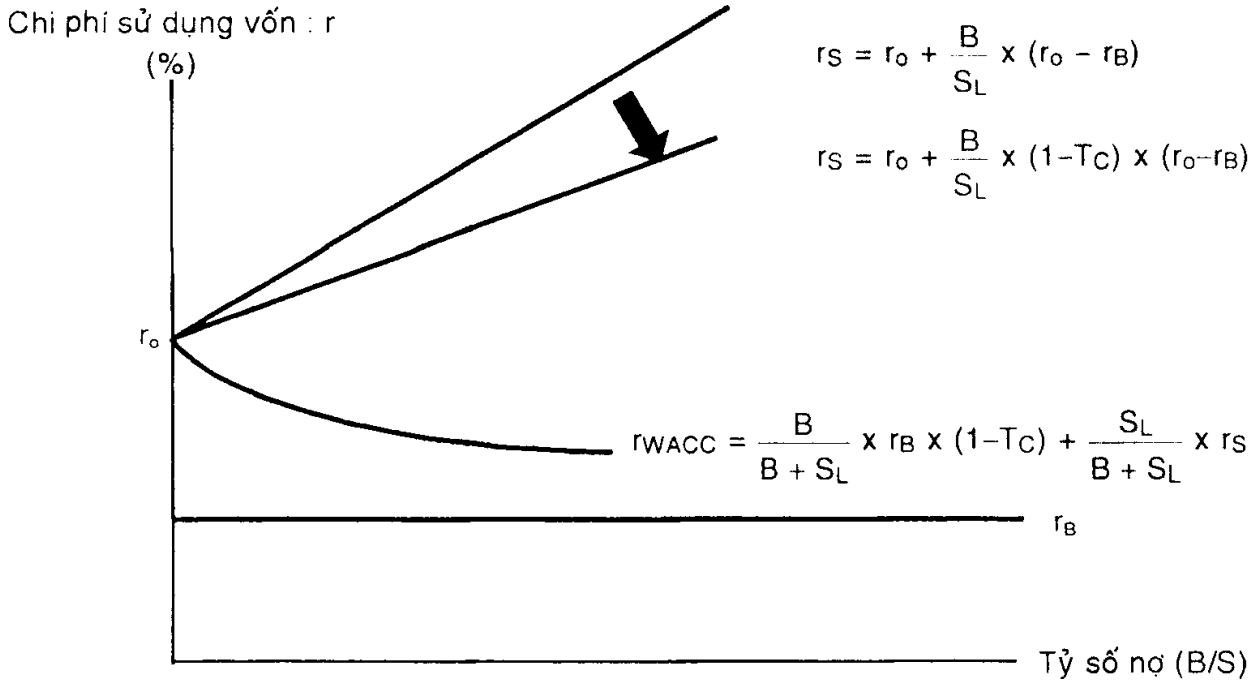
Trong chương 7, chúng ta đã biết công thức tính chi phí sử dụng vốn trung bình trong trường hợp công ty có vay nợ và có thuế thu nhập bằng :

$$r_{WACC} = \frac{B}{V_L}(1-T_C)\, r_B + \frac{S}{V_L} r_S$$
$$= \frac{200}{556}(1 - 0{,}28)10 + \frac{356}{556} 24{,}04 = 17{,}98\%$$

Ngoài ra, chúng ta biết giá trị công ty có vay nợ bằng hiện giá của dòng tiền ròng sau thuế với suất chiết khấu bằng chi phí sử dụng vốn trung bình. Sử dụng r_{WACC} vừa tính toán được làm suất chiết khấu chúng ta có giá trị công ty khi có vay nợ bằng :

$$V_L = \frac{EBIT\,(1 - T_C)}{r_{WACC}} = \frac{138{,}89\,(1 - 0{,}28)}{0{,}1798} = 556 \text{ tỷ đồng}$$

Kết quả này phù hợp với kết quả vừa tính toán trên đây khi áp dụng mệnh đề M&M số I. *Hơn nữa,* kết quả này còn lý giải vì sao trong chương 7 khi tính NPV của dự án đầu tư theo quan điểm tổng đầu tư chúng ta phải sử dụng chi phí sử dụng vốn trung bình làm suất chiết khấu trong khi tính NPV, theo quan điểm chủ đầu tư chúng ta phải sử dụng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là suất chiết khấu. *Vấn đề này,* chúng ta đã tạm chấp nhận trong chương 7 để chờ đến khi học xong lý thuyết M&M mới có thể giải thích được.



***Hình 12.5 :* Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên chi phí sử dụng vốn khi có thuế.**

Ví dụ minh họa trên đây còn cho thấy sự tác động của đòn bẩy tài chính lên chi phí sử dụng vốn. *Nói chung* vay nợ giúp công ty tiết kiệm thuế nên làm cho chi phí sử dụng vốn trung bình (r_{WACC}) giảm. *Mặt khác* đòn bẩy tài chính làm gia tăng rủi ro đối với vốn cổ phần nên chi phí sử dụng vốn cổ phần (r_S) tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ. Điều này được minh họa trên hình 12.5 trên đây.

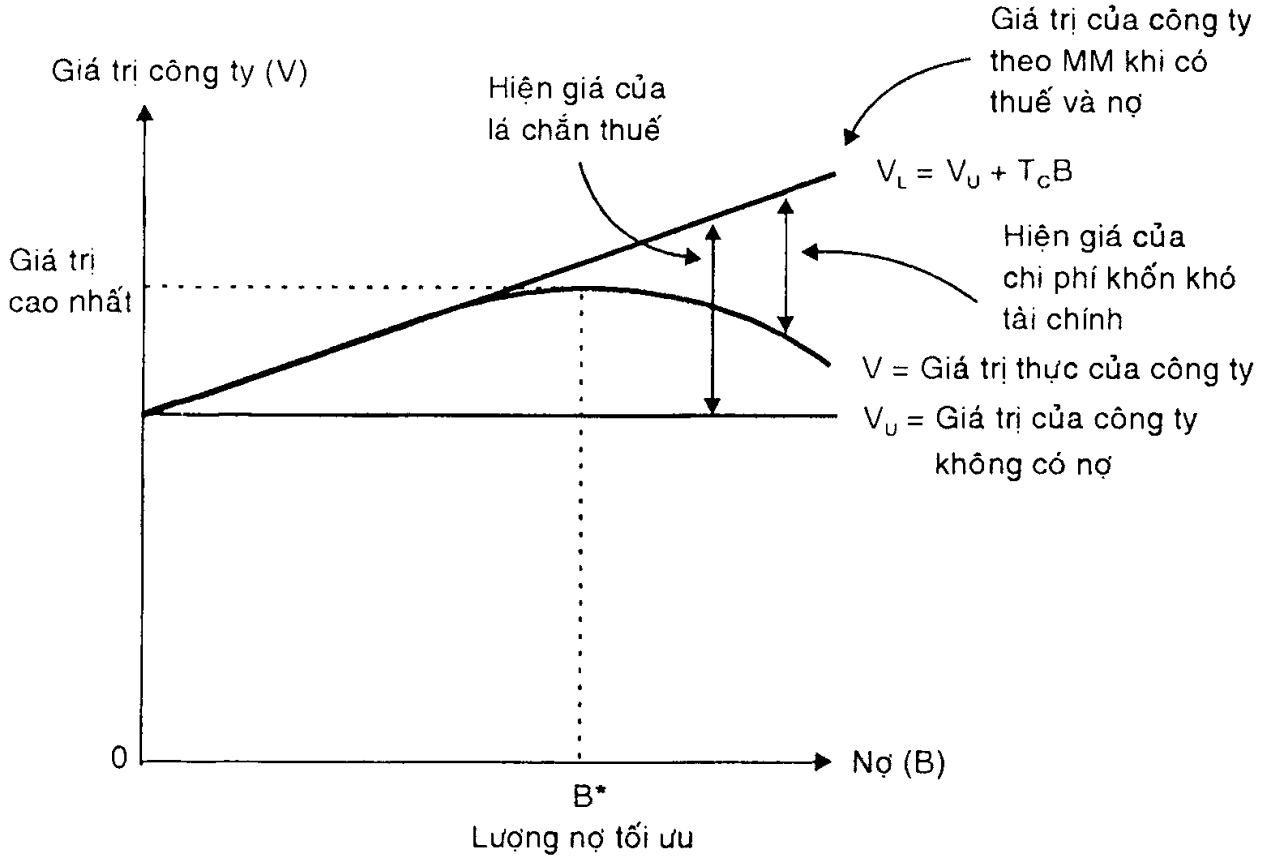
5.4. Ảnh hưởng của thuế và chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn :

Như đã trình bày trong phần 4, Modigliani và Miller cho rằng, trong trường hợp có thuế, giá trị công ty tăng lên và chi phí sử dụng vốn trung bình giảm xuống khi công ty gia tăng tỷ số nợ. *Cụ thể* Mệnh đề M&M số I trong trường hợp có thuế cho biết :

$$V_L = V_U + T_C B$$

Điều này ngụ ý rằng, công ty nên sử dụng nợ càng nhiều càng tốt, vì càng vay nợ giá trị công ty càng tăng. Lý thuyết M&M đã không tính đến động thái của công ty trên thực tế. Một số tác giả khác phản biện lại rằng trên thực tế không phải giá trị công ty tăng mãi khi tỷ số nợ giá tăng, *bởi vì* khi tỷ số nợ gia tăng làm phát sinh một loại chi phí, gọi là chi phí khốn khó tài chính (financial distress costs), làm giảm đi sự gia tăng giá trị của công ty có vay nợ. Đến một điểm nào đó của tỷ số nợ, chi phí khốn khó tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế, *khi ấy* giá trị công ty có vay nợ bắt đầu giảm dần. *Lý luận tương tự,* chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty bắt đầu tăng lên. Điều này được minh họa trên hình 12.6.

Hình 12.6 cho thấy khi gia tăng lượng nợ sử dụng, công ty có được lợi ích bằng hiện giá của lá chắn thuế. Chính lợi ích này làm cho giá trị công ty có vay nợ tăng lên. *Mặt khác,* cùng với sự gia tăng của lượng nợ sử dụng, chi phí khốn khó tài chính cũng tăng theo. Chính chi phí này làm giảm đi lợi ích của lá chắn thuế. Khi lượng nợ tăng lên đến điểm B^*, hiện giá chi phí khốn khó tài chính bằng đúng hiện giá của lá chắn thuế. Điểm B^* được gọi là điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty đạt mức tối đa và chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty đạt mức tối thiểu. Nếu công ty tiếp tục gia tăng sử dụng nợ thì hiện giá chi phí khốn khó tài chính sẽ vượt qua hiện giá lá chắn thuế. *Khi ấy* giá trị công ty sẽ bắt đầu giảm.



***Hình 12.6* : Tác động đồng thời của thuế và chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty.**

Vấn đề đặt ra là chi phí khốn khó tài chính là những chi phí gì và làm thế nào để xác định ? *Thật ra* khái niệm chi phí khốn khó tài chính là khái niệm lý thuyết. *Trên thực tế* rất khó quan sát và xác định được loại chi phí này. *Tuy nhiên,* người ta có thể liệt kê ra và phân loại chi phí khốn khó tài chính thành chi chi phí khốn khó tài chính trực tiếp và gián tiếp. Chi phí trực tiếp có thể xác định và quan sát được như là chi phí trả cho luật sư giải quyết phá sản, chi phí trả cho kế toán và nhân viên quản trị công ty trong quá trình chờ phá sản. Còn các chi phí khốn khó tài chính gián tiếp như là chi phí do mất khách hàng và nhà cung cấp, mất nhân viên giỏi, hay chi phí mất đi do ban quản lý bận tâm vào những khó khăn tài chính của công ty,... thì rất khó quan sát và xác định được cụ thể.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Cơ cấu vốn có tác động như thế nào đến chi phí sử dụng vốn, đến giá cổ phiếu trên thị trường và đến giá trị công ty là một vấn đề phức tạp và còn nhiều tranh cãi. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu cho rằng cơ cấu vốn có tác động đến chi phí sử dụng vốn và giá trị công ty hay nói khác đi có một điểm tối ưu, ở đó chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty là nhỏ nhất và giá trị công ty lớn nhất. Kết luận này dựa vào ảnh hưởng của yếu tố tiết kiệm thuế. Ngược lại, lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng và lý thuyết M&M cho rằng không có điểm tối ưu ở đó chi phí sử dụng vốn thấp nhất và giá trị công ty là cao nhất. Hay nói khác đi, công ty không thể nào tăng giá trị bằng cách đơn thuần thay đổi cơ cấu vốn. Kết luận này dựa trên cơ sở giả định rằng công ty hoạt động trong môi trường không có thuế thu nhập công ty, còn trong môi trường có thuế thì cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn và giá trị của công ty.

Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được quan hệ giữa giá trị công ty, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của công ty. Modigliani và Miller đưa ra hai mệnh đề và xem xét trong hai trường hợp có thuế và không có thuế.

Trong trường hợp không có thuế, giá trị công ty có vay nợ và giá trị công ty không có vay nợ là như nhau. Do đó, giá trị công ty không thay đổi khi cơ cấu vốn của công ty thay đổi. Hay nói khác đi, việc thay đổi cơ cấu vốn không mang lại lợi ích gì cho cổ đông. Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số I. Mệnh đề M&M số II cho rằng, chi phí sử dụng vốn trung bình không đổi trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ.

Trong trường hợp có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế do sử dụng nợ. Như vậy, việc sử dụng nợ hay sử dụng đòn bẩy tài chính làm gia tăng giá trị công ty. Đây chính là nội dung mệnh đề M&M số I trong trường hợp có thuế. Mệnh đề M&M số II trong trường hợp có thuế cho rằng chi phí sử dụng vốn trung bình giảm trong khi chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ.

Tuy nhiên, lý thuyết M&M chưa xem xét tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi công ty gia tăng tỷ số nợ. Đó chính là tác động của chi phí khốn khó tài chính. Khi công ty gia tăng sử dụng nợ làm cho rủi

ro của công ty tăng theo. Điều này làm phát sinh chi phí khốn khó tài chính tác động đồng thời với lợi ích của lá chắn thuế. Đến một điểm nào đó thì chi phí khốn khó tài chính sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế. Ở điểm đó, gọi là điểm cơ cấu vốn tối ưu, giá trị công ty đạt cực đại và chi phí sử dụng vốn trung bình đạt cực tiểu. Khi công ty tiếp tục gia tăng sử dụng nợ, công ty sẽ vượt qua điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty bắt đầu giảm và chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty bắt đầu tăng. Lợi ích của lá chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khốn khó về tài chính.

Tiếc rằng khái niệm chi phí khốn khó tài chính là khái niệm chỉ có giá trị lý thuyết. Trên thực tiễn rất khó quan sát và xác định được tất cả các loại chi phí có liên quan đến chi phí khốn khó tài chính. Chỉ có những loại chi phí khốn khó tài chính trực tiếp như chi phí luật sư, kế toán theo dõi và giải quyết phá sản mới có thể quan sát và xác định được, còn các loại chi phí khốn khó tài chính gián tiếp khác như chi phí do mất khách hàng, mất nhà cung cấp, mất nhân viên giỏi, mất thời gian và công sức của ban quản lý vào việc đối phó với khó khăn tài chính thì rất khó quan sát và xác định cụ thể.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Hãy nêu những nội dung chính yếu của lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu và lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng. Có mâu thuẫn gì giữa hai lý thuyết này không ?
2. Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá có ảnh hưởng như thế nào đến giá trị của công ty có vay nợ và công ty không có vay nợ ?
3. Thế nào là cơ cấu vốn tối ưu ? Làm thế nào để công ty xác định được cơ cấu vốn tối ưu ?
4. Lý thuyết M&M nghiên cứu vấn đề gì và nó dựa trên những giả định nào ?
5. Phát biểu nội dung (bằng lời và công thức) và so sánh sự khác biệt giữa mệnh đề M&M số I trong trường hợp có thuế và không có thuế thu nhập công ty.
6. Phát biểu nội dung (bằng lời và công thức) và so sánh sự khác biệt giữa mệnh đề M&M số II trong trường hợp có thuế và không có thuế thu nhập công ty.
7. Phân tích sự ảnh hưởng của chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty có vay nợ.
8. Cho ví dụ minh họa việc ứng dụng lý thuyết M&M tương tự như ví dụ nêu ra trong chương 12.

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Habita là công ty vừa được cổ phần hóa từ doanh nghiệp Nhà nước. Công ty hiện có chi phí sử dụng vốn trung bình WACC là 16%. Chi phí sử dụng nợ là 13%. Nếu tỷ số nợ–vốn chủ sở hữu của công ty là 2 thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là bao nhiêu ?

Bài giải :

Vì là doanh nghiệp vừa được cổ phần hóa nên Habita được miễn thuế thu nhập công ty. Trong tình huống như vậy, chúng ta có thể sử dụng Mệnh đề M&M số 2 trong điều kiện không có thuế để tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu theo công thức sau :

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B)\frac{B}{S},$$

trong đó r_B = 13%, r_0 = WACC = 16%, B/S = 2.

Thay các biến này vào công thức, chúng ta có :

$$r_S = 16\% + (16 - 13)\ 2 = 22\%.$$

Bài 2 :

Công ty Gypco kỳ vọng rằng EBIT của công ty sẽ được duy trì ở mức 10 tỷ đồng mãi mãi. Lãi suất vay nợ của công ty là 10%. Hiện tại công ty có nợ vay không đáng kể và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 17%. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 28%. Hỏi :

a. Giá trị công ty hiện tại là bao nhiêu ?

b. Giá trị công ty là bao nhiêu nếu công ty vay 15 tỷ đồng và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu của công ty ?

Bài giải :

a. Giá trị công ty hiện tại là bao nhiêu ?

Vì công ty hiện không có vay nợ, nên chi phí sử dụng vốn trung bình WACC = r_S = 17%. EBIT của công ty là 10 tỷ đồng nên dòng tiền sau thuế bằng 10 (1 - 0,28) = 7,2 tỷ đồng. Giá trị công ty hiện tại được xác định bằng cách chiết khấu dòng tiền đều vô hạn 7,2 tỷ đồng ở suất chiết khấu 17%, tức là bằng : 7,2 / 0,17 = 42,35 tỷ đồng.

b. Giá trị công ty là bao nhiêu nếu công ty vay 15 tỷ đồng và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu của công ty ?

Theo Mệnh đề M&M số 1 trong trường hợp có thuế, giá trị công ty sau khi vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng hiện giá lá chắn thuế.

Giá trị công ty không vay nợ = 42,35 tỷ đồng

Hiện giá lá chắn thuế ($B*T_c$) = 15*28% = 4,2 tỷ đồng

Giá trị công ty sau khi vay nợ = 42,35 + 4,2 = 46,55 tỷ đồng

Bài 3 :

Công ty Đông Kinh, một công ty hoạt động bằng vốn chủ sở hữu, kỳ vọng rằng lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) hàng năm sẽ được duy trì mãi ở mức 25 tỷ đồng. Giả sử rằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu sau thuế của công ty là 20% và thuế suất thuế thu nhập công ty là 28%. Hỏi :

a. Giá trị của công ty Đông Kinh là bao nhiêu ?

b. Nếu Đông Kinh phát hành 6 tỷ đồng trái phiếu huy động nợ và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu thì giá trị công ty sẽ là bao nhiêu ?

c. Giải thích tại sao có sự khác biệt giữa giá trị công ty ở câu a và câu b ?

d. Khi xác định giá trị công ty Đông Kinh như trên, bạn đã dựa trên những giả định nào ?

Bài giải :

a. Giá trị của công ty Đông Kinh là bao nhiêu ?

Trong trường hợp này, công ty Đông Kinh là công ty không có vay nợ. Theo M&M số 1, giá trị của công ty không có vay nợ xác định như sau :

$$V_u = EBIT(1 - T_c) / r_o = 25(1 - 0,28) / 0,2 = 90 \text{ tỷ đồng.}$$

b. Nếu Đông Kinh phát hành 6 tỷ đồng trái phiếu huy động nợ và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu thì giá trị công ty sẽ là bao nhiêu ?

Trong trường hợp này, công ty Đông Kinh là công ty có vay nợ. Theo M&M số 1, giá trị công ty có vay nợ xác định như sau :

$$V_L = V_u + T_cB = 90 + 6(0,28) = 91,68 \text{ tỷ đồng.}$$

c. Giải thích tại sao có sự khác biệt giữa giá trị công ty ở câu a và câu b ?

Sự khác biệt giữa giá trị công ty ở câu a và câu b là do ảnh hưởng của lá chắn thuế. Việc vay nợ như đã chỉ ra ở câu b giúp công ty tiết kiệm được thuế, nhờ vậy, công ty có được lợi ích từ tiết kiệm thuế làm tăng giá trị công ty thêm một khoản bằng 6(0,28) = 1,68 tỷ đồng.

d. Khi xác định giá trị công ty Đông Kinh như trên, bạn đã dựa trên những giả định nào ?

Việc định giá công ty trên đây dựa trên cơ sở các giả định sau :

- Không có thuế thu nhập cá nhân.
- Không có chi phí khốn khó về tài chính.
- Mức độ sử dụng nợ của công ty vẫn không đổi sau khi phát hành trái phiếu huy động nợ.

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

Rayburn hiện là công ty toàn vốn chủ sở hữu với trị giá vốn chủ sở hữu lên đến 2 triệu USD. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 18%. Công ty không phải nộp thuế. Rayburn có kế hoạch vay nợ 400.000 USD với lãi suất 10% và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu. Hỏi :

a. Sau khi mua lại cổ phiếu, chi phí sử dụng vốn chung của công ty là bao nhiêu ?

b. Sau khi mua lại cổ phiếu, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là bao nhiêu ?

c. Giải thích thế nào về kết quả tính toán ở câu b ?

Bài 2 :

Công ty Sunrise hoạch định phát hành trái phiếu vay nợ để mua lại một phần cổ phiếu của công ty trên thị trường mở. Kết quả là, tỷ số nợ-vốn chủ sở hữu của công ty tăng từ 40% lên đến 50%. Lãi hàng năm công ty phải trả cho nợ hiện tại là 0,75 triệu USD tính theo lãi suất 10%. Lợi nhuận kỳ vọng trước lãi là 3,75 triệu USD. Sunrise hoạt động kinh doanh ở Dubai nơi doanh nghiệp không phải đóng thuế cho Chính phủ. Hỏi :

a. Tổng giá trị của Sunrise là bao nhiêu ?

b. Lợi nhuận trên vốn cổ phần kỳ vọng trước và sau khi Sunrise thông báo mua lại cổ phiếu là bao nhiêu ?

c. Giá cổ phiếu của Sunrise thay đổi thế nào ở thời điểm thông báo mua lại ?

Bài 3 :

Một công ty với nợ 500.000 USD có giá trị thị trường là 1.700.000 USD. EBIT kỳ vọng là một dòng tiền đều vô hạn. Lãi suất sử dụng nợ trước thuế là 10% và thuế suất thuế thu nhập công ty là 34%. Công ty hoạt động bằng 100% vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 20%. Hỏi :

a. Giá trị công ty là bao nhiêu nếu hoạt động bằng toàn bộ vốn chủ sở hữu ?

b. Lợi nhuận ròng dành cho cổ đông là bao nhiêu nếu công ty hoạt động với mức sử dụng đòn bẩy tài chính như trên ?

Bài 4 :

Một công ty toàn vốn chủ sở hữu có chi phí sử dụng vốn là 20% và thuế suất thuế thu nhập công ty là 28%. Giá trị thị trường của công ty lúc đầu là 3,5 triệu USD và công ty có 175.000 cổ phiếu đang lưu hành. Công ty phát hành trái phiếu huy động 1 triệu USD nợ với lãi suất là 10% và sử dụng tiền vay được để mua lại cổ phiếu. Giả sử không có sự thay đổi chi phí khốn khó tài chính của công ty. Theo lý thuyết MM, giá trị công ty sau khi vay nợ là bao nhiêu ?

Bài 5 :

Olbet là công ty không có tăng trưởng và phải chịu thuế suất là 35%. EBIT hàng năm của công ty là 1,2 triệu USD được duy trì mãi mãi. Chi phí sử dụng nợ trước thuế của công ty là 8% và chi phí lãi vay hàng năm là 200.000 USD. Các nhà phân tích của công ty ước lượng rằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu nếu công ty không vay nợ là 12%. Hỏi :

a. Giá trị của công ty này là bao nhiêu ?

b. Kết quả tính toán ở câu a cho thấy mức độ sử dụng nợ của công ty hợp lý hay chưa ? Tại sao ?

Bài 6 :

EBIT của Nikko là dòng tiền đều vô hạn có giá trị hàng năm là 4 triệu USD. Chi phí sử dụng 100% vốn chủ sở hữu sau thuế của công ty là 15% và thuế suất thuế thu nhập công ty là 35%. Chi phí sử dụng nợ là 10% và Nikko có 10 triệu USD nợ trong cơ cấu vốn của công ty. Hỏi :

a. Giá trị công ty Nikko là bao nhiêu ?

b. Chi phí sử dụng vốn trung bình của Nikko là bao nhiêu ?

c. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của Nikko là bao nhiêu ?

Bài 7 :

AT&B có tỷ số nợ–vốn là 2,5. Chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty là 15% và chi phí sử dụng nợ là 11%. Thuế suất thuế thu nhập công ty là 35%. Hỏi :

a. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của AT&B là bao nhiêu ?

b. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu nếu AT&B không vay nợ là bao nhiêu ?

c. Chi phí sử dụng trung bình là bao nhiêu nếu tỷ số nợ–vốn của công ty là 0,75 ? và 1,5 ?

Bài 8 :

EBIT kỳ vọng hàng năm của GT là 100.000 USD mãi mãi. GT có thể vay nợ với lãi suất 10% nhưng hiện tại không có nợ vay. Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 15% và thuế suất là 40%. Giá trị công ty này là bao nhiêu ? Giá trị công ty thế nào nếu công ty vay 500.000 USD để mua lại cổ phiếu ?

Chương 13
QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

■ **MỤC TIÊU :**

Chương này tập trung bàn về quyết định thứ ba, quyết định chính sách cổ tức, trong ba quyết định chủ yếu của tài chính công ty. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Hiểu được công ty thường chi trả cổ tức bằng những hình thức nào, cách thức chi trả cổ tức ra sao và liệu chính sách cổ tức có tác động gì đến giá cổ phiếu hay không.
2. Hiểu được công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức như thế nào cho phù hợp.
3. Công ty nên thiết lập chính sách cổ tức như thế nào.

1. CÁC HÌNH THỨC TRẢ CỔ TỨC

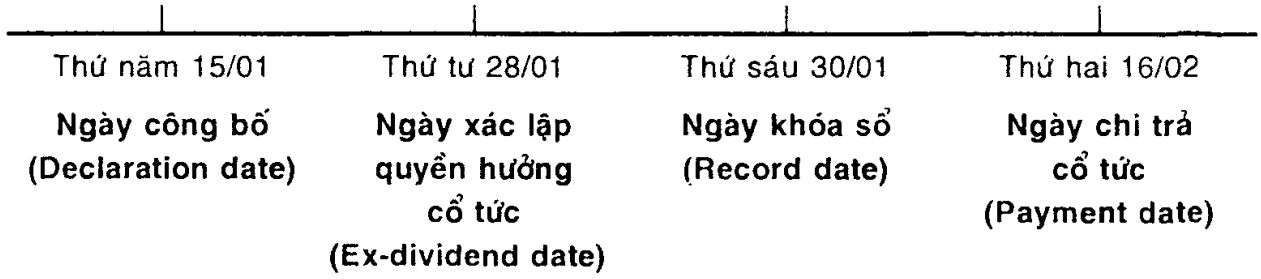
Thuật ngữ cổ tức (dividend) dùng để chỉ việc phân phối lợi nhuận kiếm được từ hoạt động của công ty. Còn việc phân phối các nguồn lợi nhuận khác không phải lợi nhuận hoạt động thường được gọi là phân phối lợi nhuận (distribution) thay vì gọi là cổ tức.

Công ty thường trả cổ tức bằng tiền (cash dividend), và thường là chi trả mỗi năm một lần, nhưng cũng có thể trả nhiều lần trong một năm. Khi chi trả cổ tức, trên bảng cân đối kế toán, khoản mục tiền mặt và lợi nhuận giữ lại của công ty giảm đi. *Ngoài ra,* công ty còn có thể trả cổ tức bằng cổ phiếu (stock dividend). *Thực ra,* trả cổ tức bằng cổ phiếu không phải là chi trả cổ tức theo đúng nghĩa, vì nó không làm cho tài khoản tiền mặt của công ty giảm đi. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu làm gia tăng số cổ phần đang lưu hành, theo đó, làm giảm đi giá trị của mỗi cổ phần. Điều này cũng tương tự như trường hợp chia tách cổ phiếu (stock split). Khi công ty chia tách cổ phiếu sẽ làm gia tăng số cổ phần đang lưu hành và mỗi cổ phần bây giờ được

tham gia chia một phần dòng tiền của công ty nên giá cổ phiếu sẽ giảm đi.

2. CÁCH THỨC CHI TRẢ CỔ TỨC

Quyết định về chi trả cổ tức được đặt trong tay của hội đồng quản trị công ty. Việc chi trả cổ tức cho cổ đông được ghi nhận vào một ngày cụ thể. Khi cổ tức được công bố, nó trở thành một trách nhiệm tài chính đối với công ty và công ty không thể dễ dàng thay đổi được. Mức độ chi trả cổ tức nhiều hay ít thường được đo bằng một số chỉ tiêu như : Cổ tức trên cổ phần (dividend per share – DPS), Tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend yield), Tỷ lệ lợi nhuận trên cổ phần (dividend payout). Cơ chế chi trả cổ tức của công ty có thể minh họa trên hình 13.1 dưới đây.



***Hình 13.1 :* Quy trình chi trả cổ tức.**

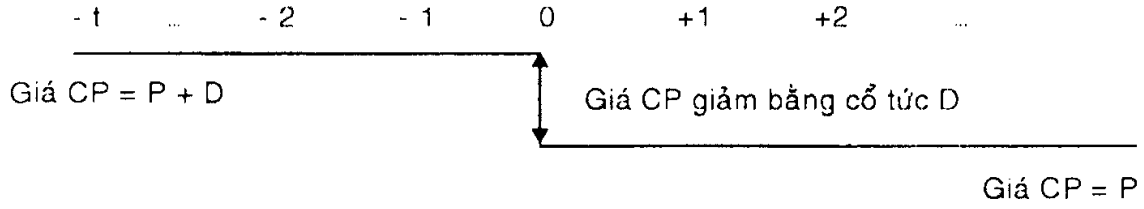
Trước khi chi trả cổ tức, ngoài việc công bố cổ tức được hưởng công ty còn phải chuẩn bị danh sách cổ đông chính thức được thụ hưởng cổ tức vào ngày chi trả. Giữa hai thời điểm : ngày công bố và ngày chi trả cổ tức còn có hai mốc thời gian để công ty chuẩn bị. Như vậy có tất cả bốn ngày được xem là mốc thời gian cần xem xét.

- **Ngày công bố** – Vào ngày này (15/01) hội đồng quản trị thông qua và công bố cổ tức sẽ được trả cho mỗi cổ phần là bao nhiêu vào ngày 16/02 cho tất cả cổ đông được ghi nhận trong danh sách sẽ khóa sổ vào ngày 30/01.
- **Ngày khóa sổ** – Vào ngày này (30/01) công ty lập danh sách tất cả cổ đông nào được xem là cổ đông được hưởng cổ tức. Những ai thông báo mua và sở hữu cổ phiếu sau ngày này sẽ không được hưởng cổ tức.
- **Ngày xác lập quyền hưởng cổ tức** – Do việc mua bán và chuyển quyền sở hữu cổ phiếu mất một số ngày nên sẽ không công

bằng nếu người nào mua cổ phiếu vào ngày 29/01 nhưng hoàn tất được thủ tục vào ngày 30/01 và được hưởng cổ tức trong khi người khác mua cổ phiếu cùng ngày nhưng mãi đến ngày 2/02 mới hoàn tất thủ tục và như vậy không được hưởng cổ tức. Để tránh vấn đề này, các công ty môi giới ấn định mốc thời gian là 3 ngày làm việc trước ngày khóa sổ, gọi là ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức (ex–dividend date), trong ví dụ đang xem xét là vào ngày 28/01.

- **Ngày chi trả** – Vào ngày này cổ tức sẽ được chi trả cho cổ đông bằng tiền mặt hoặc chuyển khoản.

Quy trình chi trả cổ tức như trình bày trên hình 13.1 cho thấy ngày xác lập quyền được hưởng cổ tức rất quan trọng bởi vì cá nhân nào mua cổ phiếu trước ngày này sẽ được hưởng cổ tức năm hiện tại, trong khi cá nhân nào mua cổ phiếu đúng vào ngày này hoặc sau ngày này sẽ không được hưởng cổ tức. *Ngoài ra,* vào ngày xác lập quyền được hưởng cố tức, giá cổ phiếu sẽ giảm một khoản bằng với cổ tức. Điều này được diễn tả ở hình 13.2.



***Hình 13.2 :* Sự giảm giá cổ phiếu vào ngày xác lập quyền hưởng cổ tức (ngày 0).**

3. CHÍNH SÁCH CỔ TỨC VÀ GIÁ TRỊ CÔNG TY

Trong những năm gần đây, chính sách cổ tức cũng được xem là một trong những quyết định chủ yếu của công ty. *Tuy nhiên,* cũng có một số ý kiến cho rằng chính sách cổ tức chẳng có ý nghĩa gì. Vậy, tại sao chúng ta phải nghiên cứu chính sách cổ tức ?

Nếu bạn là người ra quyết định chi trả cổ tức, thì vấn đề bạn quan tâm nhất sẽ là gì ? Chắc chắn điều bạn quan tâm sẽ là, liệu chính sách cổ tức mà bạn sắp quyết định có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty không ? *Nói cách khác,* nó có làm giảm giá trị thị trường của công ty không và do đó, gián tiếp làm các cổ đông bị thiệt hại hay không ?

Về mặt lý thuyết, với giả định là một thị trường hoàn hảo, thì câu trả lời là chính sách cổ tức chẳng có tác động gì lên giá trị của công ty cả, đại diện cho lập luận này là kết quả nghiên cứu của hai ông Modigliani và Miller, được công bố lần đầu vào năm 1961[1]. *Nhưng thực tế,* thị trường không hoàn hảo như lý thuyết đã giả định, vì tồn tại chi phí giao dịch, thuế, thông tin thiên lệch... cho nên câu trả lời sẽ là : trong thực tế, chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị của công ty và vì vậy sẽ có những tác động, không tốt thì xấu, lên lợi ích của các cổ đông. *Do đó,* cần thận trọng khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức.

Một thông điệp mà những nhà quản trị thường lấy đó làm mục tiêu ứng xử là : *Chính sách cổ tức phải có tính ổn định, không thay đổi thất thường và phải đặc biệt thận trọng trước khi quyết định thay đổi một chính sách cổ tức này bằng một chính sách cổ tức khác.*

Trước khi khảo sát khía cạnh mang tính lý thuyết của chính sách cổ tức, chúng ta sẽ lướt nhanh qua các vấn đề có tính chiến lược và pháp lý của chính sách này. *Qua đó,* chúng ta sẽ có được một kết luận sơ bộ là, không hề tồn tại cái gọi là chiến lược tối ưu cho chính sách cổ tức mà phải tùy từng trường hợp cụ thể để ra các quyết định cụ thể.

3.1. Khía cạnh mang tính chiến lược :

Giả sử rằng hiện nay công ty của bạn đang có một cơ hội đầu tư tốt, vấn đề nằm ở chỗ nên tài trợ cho dự án này bằng nguồn vốn nào đây ? *Giả sử rằng* lượng vốn cần thiết để tài trợ cho dự án này vượt quá khả năng đi vay của công ty, *do đó,* buộc công ty của bạn phải huy động đến nguồn vốn chủ sở hữu, nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư đầy triển vọng này. Vấn đề là nên chọn lựa nguồn vốn chủ sở hữu nào : lợi nhuận giữ lại và giới hạn việc trả cổ tức, hay tiếp tục trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới.

Nếu sử dụng lợi nhuận giữ lại và hạn chế việc trả cổ tức, chính sách này sẽ làm nãn lòng những nhà đầu tư mà mối quan tâm hàng đầu của họ là thu nhập từ cổ tức chứ không phải từ lợi vốn do tăng giá cổ phiếu trong tương lai. Những nhà đầu tư này (thường là các định chế tài chính như quỹ hưu bổng, quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm)

(1) Diệp Dũng và Nguyễn Minh Kiều (2002), bài giảng *Phân tích tci chính,* Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, www.fetp.edu.vn.

sẽ bán cổ phiếu của công ty mà họ đang nắm giữ. *Từ đó* làm giảm giá trị thị trường cũa cổ phiếu, điều này mâu thuẩn với mục tiêu tối hậu mà công ty đeo đuổi là tối đa hóa sự giàu có cho các cổ đông. *Ngoài ra,* việc cổ phiếu công ty giảm giá do các nhà đầu tư bán đi cổ phiếu mà họ đang nắm giữ sẽ đặt công ty trước nguy cơ bị thao túng mua (takeover).

Còn nếu tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn tài trợ cho dự án thì công ty sẽ phải đối diện với các vấn đề sau : tốn kém phát sinh do chi phí phát hành cổ phiếu mới (trung bình bằng 15% tổng giá trị phát hành) và quyền kiểm soát của cổ đông hiện hành có thể bị đe dọa. *Như vậy,* công ty nên chọn phương án nào ? *Quả thật* điều này không đơn giản. Phương án nào cũng có cái giá của nó, vấn đề là tùy từng trường hợp cụ thể mà chọn phương án mang lại lợi ích cao nhất.

3.2. Khía cạnh mang tính pháp lý :

Có phải nhà quản trị có toàn quyền tự do trong việc đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức không ? Câu trả lời là không, vì hệ thống pháp lý hạn chế quyền này của các nhà quản trị. *Mặc dù* cổ đông là những người chịu rủi ro cao nhất, nhưng những đối tượng khác như chủ nợ, người lao động cũng phải gánh chịu rủi ro (mặc dù thấp hơn các cổ đông). *Ngoài ra,* trái quyền của họ trước tài sản của công ty được ưu tiên hơn trái quyền dành cho các cổ đông. Để đảm bảo quyền lợi của các đối tượng này, hệ thống pháp lý hạn chế việc công ty trả cổ tức vượt quá lợi nhuận tích lũy. *Ngoài ra,* những điều khoản áp đặt bởi các chủ nợ cũng hạn chế phần nào quyền quyết định của ban quản trị trước các chính sách cổ tức của công ty. *Chẳng hạn* trước khi cho vay, chủ nợ yêu cầu công ty không được trả cổ tức trong một thời gian nhất định nhằm hạn chế việc ban quản lý dồn rủi ro sang cho chủ nợ.

3.3. Các lý thuyết về chính sách cổ tức :

Về mặt lý thuyết, khi bàn đến chính sách cổ tức các nhà nghiên cứu luôn tranh luận với nhau về hai quan điểm : (1) chính sách cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị công ty, và (2) chính sách cổ tức chẳng có ảnh hưởng gì cả. *Cụ thể,* các lý thuyết này sẽ cho ta thấy hai tình huống :

- *Một là,* nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài – nghĩa là công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty một khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành mà cổ đông đòi hỏi. Thế nhưng điều giả định này lại là một điều rất vô lý, không tồn tại trong thực tế vì thực tế đâu ai cấm công ty huy động vốn bên ngoài.
- *Hai là,* nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả.

Rõ ràng, cả hai tình huống lý thuyết trên đều dẫn đến một kết luận chung là chính sách cổ tức, *về mặt lý thuyết,* là chẳng có ý nghĩa gì cả (thực tế không như vậy). Bây giờ chúng ta sẽ lần lượt chứng minh các điều nêu trên.

Giả sử rằng, công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng CF không đổi và vĩnh viễn. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức D (CF = D), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là k_e, *khi đó,* giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là : $V_0 = D/k_e$.

Nếu một phần b của dòng ngân lưu ròng được giữ lại mỗi năm – bắt đầu từ năm tới, khi đó, phần cổ tức được chia cho cổ đông mỗi năm sẽ là CF(1– b), giá trị vốn chủ sở hữu trong trường hợp này sẽ được xác định như sau : $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - g)$ hay $V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI)$, *trong đó* g là tốc độ tăng trưởng cổ tức. *Bây giờ* thử xem xét một ví dụ bằng số dưới đây.

Tình huống 1 : Toàn bộ nguồn ngân lưu ròng được dùng để trả cổ tức.

Giả dụ, công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng vĩnh viễn là 1.000$/năm. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức là D (CF = D), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là k_e = 10%, *khi đó,* giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là :

$$V_0 = D/k_e = 1.000 / 0,1 = 10.000\$$$

Tình huống 2 : 50% của nguồn ngân lưu ròng được giữ lại để tái đầu tư vào dự án có suất sinh lợi trên vốn đầu tư ROI xảy ra bởi một trong ba khả năng sau :

1. Nếu ROI = k_e = 10%

$$V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI)$$
$$= 1.000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,1) = 10.000$$

2. Nếu ROI = 15% > k_e = 10%

$$V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI)$$
$$= 1.000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,15) = 20.000$$

3. Nếu ROI = 5% < k_e = 10%

$$V_0 = CF(1 - b) / (k_e - b * ROI)$$
$$= 1.000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,05) = 6.666$$

Rõ ràng, với chính sách cổ tức không đổi, tức giữ lại 50% ngân lưu ròng, trả cổ tức 50% phần còn lại, cái làm cho giá trị của vốn chủ sở hữu tăng hay giảm chính là suất sinh lợi từ đầu tư vào dự án mới (ROI) bằng nguồn lợi nhuận giữ lại :

- Nếu ROI của dự án mới bằng suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu không đổi.
- Nếu ROI của dự án mới lớn hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ tăng.
- Nếu ROI của dự án mới nhỏ hơn suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ giảm.

Như vậy, cái làm thay đổi giá trị của vốn chủ sở hữu là quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức. Như vậy là tình huống thứ nhất của lý thuyết đã được chứng minh. *Bây giờ,* chúng ta sẽ chứng minh cho tình huống lý thuyết thứ hai.

Giả sử rằng cơ hội đầu tư mới đòi hỏi công ty A phải chi đầu tư 1.000$ vào năm nay, và nhận được một nguồn ngân lưu ròng là 200$/năm từ năm tới cho đến vĩnh viễn, biết suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông là 10%, *khi ấy* NPV của dự án sẽ là :

$$NPV = -1.000 + (200 / 0,1) = +1.000\$$$

Tình huống 1 : Nếu công ty A giữ lại toàn bộ nguồn ngân lưu ròng của năm nay để đầu tư vào dự án mới và như vậy đồng nghĩa với việc

cổ đông của công ty A sẽ không nhận được cổ tức trong năm nay, *khi đó,* giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu sẽ là :

V_0 = Cổ tức năm nay + (PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành) + (PV của cổ tức từ đầu tư mới)
= 0 + (1.000 / 0,1) + (200 / 0,1) = 12.000$

Tình huống 2 : Chi phí đầu tư 1.000$ cho dự án mới được huy động từ việc phát hành cổ phiếu mới, khi đó :

V_0 = Cổ tức năm nay + (PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành) + (PV của cổ tức từ đầu tư mới) – (Chi phí đầu tư cho dự án mới có được từ phát hành cổ phiếu mới)
= 1000 + (1.000 / 0,1) + (200 / 0,1) – 1.000
= 12.000$

Rõ ràng, nếu có sự tồn tại của nguồn vốn bên ngoài, thì dù ban quản trị của công ty A có sử dụng chính sách cổ tức kiểu nào đi nữa : không trả cổ tức (tình huống 1) hay vẫn trả cổ tức (tình huống 2) thì giá trị của vốn chủ sở hữu cũng không đổi.

Tóm lại, lý thuyết về chính sách cổ tức cho ta thấy hai điều : *Một là,* nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài – tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty chỉ khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành, tức lớn hơn k_e mà cổ đông đòi hỏi. *Nói cách khác* chính quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của vốn chủ sở hữu. *Hai là,* nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả. Kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả.

3.4. Những phản biện đối với lý thuyết về chính sách cổ tức :

Bây giờ, chúng ta sẽ khảo sát qua những lập luận không tán thành với kết luận được đưa ra từ lý thuyết về chính sách cổ tức khi cho rằng chính sách cổ tức không hề có tác động gì đến giá trị thị trường của công ty và của vốn chủ sở hữu. *Để hiểu rõ,* chúng ta sẽ cùng

nhau khám phá những nhân tố quan trọng mà trên thực tế những nhà quản trị tài chính cần cân nhắc kỹ lưỡng trước khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức. Những nhân tố này bao gồm :

- Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức như thế nào ?
- Liệu thu nhập từ cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn thu nhập từ cổ tức của ngày hôm nay không ?
- Một thị trường không hoàn hảo có phải là nhân tố quan trọng khiến cho các công ty lựa chọn chính sách cổ tức nhằm thỏa mãn mối quan tâm của một nhóm khách hàng cụ thể riêng biệt không ?
- Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao ?
- Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không ?

Sau đây, chúng ta sẽ lần lượt xem xét chi tiết hơn những vấn đề vừa nêu trên.

3.4.1. Mức độ quan tâm của các cổ đông đối với thu nhập từ cổ tức ra sao ?

Những cổ đông như người già, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm... thường kế hoạch hóa và kỳ vọng có dòng tiền thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức. Họ là những cổ đông rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của một công ty, đặc biệt là khi cổ tức bị cắt giảm với lý do là dùng lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào một dự án mới tạo giá trị gia tăng cho công ty trong tương lai.

Lý thuyết cho rằng trong một thị trường hoàn hảo, thì việc cắt giảm cổ tức như thế sẽ không làm thiệt hại gì đến quyền lợi của các đông, cho dù họ thuộc nhóm nào đi nữa, bởi vì quyền lợi của họ sẽ nhanh chóng được đền bù nhờ sự tăng giá thị trường của cổ phiếu mà họ đang nắm giữ trước thông tin về dự án đầu tư mới. Nhưng thực tế không đơn giản như thế.

Thứ nhất, trước một sự sụt giảm đột ngột trong thu nhập từ cổ tức như thế, những cổ đông quan tâm đến thu nhập cố định và chắc chắn sẽ nhận ra rằng mô thức ngân lưu mục tiêu (patern of cashflow)

mà họ đã lên kế hoạch đã bị bóp méo không như mong đợi. Để tái lập lại mô thức này, họ phải thay đổi lại danh mục đầu tư của họ và như thế sẽ rất tốn kém. Liệu sự tăng giá cổ phiếu hiện hành có đủ bù đắp được cho tổng thiệt hại gây ra từ sự sụt giảm trong thu nhập cổ tức hiện hành và sự tốn kém khi thay đổi danh mục đầu tư hiện hành của họ hay không ?

Thứ hai, nếu có sự tồn tại của thuế lợi vốn (tax on capital gains), mà thực tế là có, thì cho dù trường hợp một không xảy ra, thì họ vẫn phải chịu một khoản thuế lợi vốn từ việc bán đi cổ phiếu hiện đang nắm giữ. Lợi ích mang lại từ sự gia tăng giá trị cổ phiếu do có thông tin của dự án đầu tư mới vì thế sẽ giảm đi và vấn đề là phần lợi ích còn lại liệu có đủ đền bù cho những thiệt hại mà các cổ đông gánh chịu từ sự thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức hay không.

Như vậy, khác với lý thuyết cho rằng quyền lợi của cổ đông không hề bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong chính sách cổ tức, thực tế cho thấy quyền lợi của họ có bị ảnh hưởng và điều này đã xảy ra.

3.4.2. Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay không ?

Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết M&M là 1$ thu nhập cổ tức hôm nay thì lớn hơn 1$ lợi nhuận được giữ lại ngày hôm nay để đầu tư vào dự án mới, vì sự thành bại của dự án mới trong tương lai vẫn còn là một câu hỏi mở, do đó, cổ tức được chia trong tương lai cho dù có lớn hơn nhưng rủi ro hơn (vì tính không chắc chắn) do đó sẽ được chiết khấu ở một suất chiết khấu cao hơn[1]. Kết luận này nói lên điều gì ? *Nó nói lên rằng*, các nhà đầu tư thích nhận cổ tức ngay bây giờ hơn là chuyển nó vào trong tương lai. *Vì vậy* một chính sách giữ lại lợi nhuận cao hơn, đồng nghĩa với tỷ lệ trả cổ tức thấp hơn, mặc dù có thể không làm gia tăng rủi ro, nhưng các nhà đầu tư thì không nghĩ như thế và họ sẽ diễn giải điều này như là một tín hiệu không thuận lợi, và do đó, giá cổ phiếu của công ty sẽ giảm chứ không tăng như lập luận trong lý thuyết. *Như vậy,* nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro đối với thời điểm được chi trả cổ tức đã làm cho kết luận có được từ nghiên cứu lý thuyết bị phá sản.

---

(1) Diệp Dũng và Nguyễn Minh Kiều (2002), bài giảng *Phân tích tài chính*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, www.fetp.edu.vn.

3.4.3. Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (Clientele effects) :

Giống lập luận trong phần 3.4.1, nhưng thêm vào các chi phí cụ thể mà nhà đầu tư phải gánh chịu, những chi phí này chính là hệ quả tất yếu của một thị trường không hoàn hảo (trong khi lập luận lý thuyết thì dựa trên giả định về một thị trường hoàn hảo). *Cụ thể* nhà đầu tư phải gánh chịu những chi phí như sau :

- Phí môi giới nhà đầu tư phải chịu khi chào bán cổ phiếu mà họ đang nắm giữ.
- Phí giao dịch khác, ví dụ như chi phí tìm kiếm một nhà môi giới lấy hoa hồng thấp.
- Mất lợi tức trong quá trình chờ bán cổ phiếu.
- Chi phí phát sinh do việc thay đổi danh mục đầu tư.
- Thuế lợi vốn...

Nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của một công ty nhỏ, chưa lên sàng thì chi phí từng loại sẽ còn cao hơn. *Thực tế,* có những nhóm cổ đông, ví dụ như người già, công ty bảo hiểm, quỹ hưu bổng... thích những công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mô thức ngân lưu được thiết kế cho riêng mục tiêu của họ, thậm chí họ sẵn sàng trả giá cao hơn để nắm giữ cổ phiếu của các công ty này. Sở dĩ họ làm vậy là vì họ muốn có được sự đảm bảo cho một dòng ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy. Một trong những sự lựa chọn cho loại ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy này chính là cổ tức được chia từ việc nắm giữ cổ phiếu của các công ty có chính sách cổ tức ổn định và ít thay đổi. *Hiểu được điều này,* các công ty cũng cố gắng theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, đáng tin cậy nhằm huy động vốn từ các cổ đông này cho sự tăng trưởng của công ty. Hiện tượng này được gọi là hiệu ứng nhóm khách hàng (Clientele effects). Thế nhưng hiệu ứng này, với hệ quả của nó là một chính sách cổ tức ổn định và nhất quán, có tác động đến giá trị của công ty hay không ? Câu trả lời là có, vì việc đeo đuổi chính sách cổ tức ổn định và nhất quán sẽ khiến cho công ty phải gánh chịu các chi phí như : (1) công ty có thể sẽ phải bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt, làm tăng giá trị của công ty trong tương lai vì theo đuổi chính sách cổ tức này, (2) nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư tốt này, công ty hoặc là phải đi vay, hoặc là phải phát hành thêm cổ phiếu mới. Chi phí của việc đi vay là lãi suất vay và sự gia tăng rủi ro tài

chính mà công ty phải gánh chịu, còn chi phí của việc phát hành cổ phiếu mới chính là chi phí phát hành và nguy cơ mất quyền kiểm soát.

3.4.4. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao ?

Nếu thuế lợi vốn cao hơn thuế thu nhập đóng trên cổ tức thì cổ đông sẽ thích chính sách cổ tức cao hơn là chính sách cổ tức thấp, *và ngược lại. Khi đó* chính sách cổ tức mà công ty đeo đuổi sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định của các nhà đầu tư là liệu có nên nắm giữ cổ phiếu của công ty hay không. Và rồi quyết định có nên nắm giữ cổ phiếu hay không khiến nhà đầu tư phản ứng bằng cách giữ hoặc bán cổ phiếu, *từ đó,* tác động đến giá trị cổ phiếu của công ty.

3.4.5. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không ?

Sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty có thể được các nhà đầu tư suy diễn như là một thông điệp mà ban quản trị muốn gởi đến cho các nhà đầu tư về sự phồn vinh của công ty trong tương lai. *Ví dụ, nếu bây giờ,* công ty tuyên bố sẽ tăng tỷ lệ trả cổ tức hay phát hành cổ phiếu thưởng (Scrip shares), các nhà đầu tư sẽ xem đây như là một thông điệp là ban quản trị công ty tự tin là hoạt động kinh doanh của công ty trong tương lai sẽ tạo đủ khả năng tiền mặt để công ty có thể tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức vừa mới ban bố. *Trong tương lai gần cũng như xa,* thông điệp này gián tiếp sẽ là công ty sẽ phát triển phồn vinh trong tương lai, và với suy diễn như thế, giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng.

Ở những nước thị trường chứng khoán mới phát triển như Việt Nam, do thông tin bất cân xứng nên nhà đầu tư thường dựa vào mức chi trả cổ tức như là "tín hiệu" cho thấy triển vọng của công ty trong tương lai. Công.ty trả cổ tức cao thường được nhà đầu tư suy diễn đồng nghĩa với triển vọng tốt và ngược lại. Do vậy, ở những nước này chính sách cổ tức càng có tác động đến giá trị cổ phiếu.

3.5. Những bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức :

Cho đến bây giờ có nhiều nghiên cứu thực nghiệm nỗ lực thu thập dữ liệu để có thể đưa ra bằng chứng về quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu, đồng nghĩa với việc trả lời câu hỏi : Chính sách

cổ tức quan trọng hay không quan trọng. Một số nhà nghiên cứu đã tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa việc chi trả cổ tức và giá cổ phiếu bằng những số liệu và kỹ thuật nghiên cứu thống kê phức tạp. *Mặc dù* họ đã sử dụng những công cụ phân tích thống kê mạnh và phức tạp, *thế nhưng,* cho đến giờ kết quả có được vẫn chưa rõ ràng. Một số nhà nghiên cứu tìm thấy rằng, trong dài hạn, những cổ phiếu được trả cổ tức thấp có vẽ như có giá cao trên thị trường. *Gần đây,* một số nhà nghiên cứu thấy rằng có mối quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cổ phiếu, nhưng bằng chứng của họ vẫn chưa mấy thuyết phục. Có nhiều nguyên do cho đến giờ vẫn chưa có được những kết quả nghiên cứu có tính kết luận về quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cả cổ phiếu.

Thứ nhất, để có thể trả lời chính xác, chúng ta cần biết nhà đầu tư kỳ vọng nhận được bao nhiêu cổ tức. *Thế nhưng,* chúng ta không thể quan sát được kỳ vọng, thay vào đó, chúng ta sử dụng dữ liệu lịch sử mà kỳ vọng quá khứ lại khác với kỳ vọng hiện tại.

Thứ hai, các nghiên cứu thống kê phức tạp giả định rằng có quan hệ tuyến tính giữa chi trả cổ tức và giá cổ phiếu nhưng kết quả thực tế quan hệ giữa chi trả cổ tức và giá cổ phiếu có thể không tuyến tính, ngay cả có thể quan hệ không liên tục.

Cho đến ngày nay, xét trên khía cạnh chiến lược, khía cạnh pháp lý, khía cạnh lý thuyết và kể cả khía cạnh nghiên cứu thống kê thực nhiệm, và *dù lý do là gì chăng nữa, cho đến giờ vẫn chưa có được những bằng chứng có tính kết luận về quan hệ giữa chính sách cổ tức và giá cả cổ phiếu. Thế nhưng* là nhà quản lý, bạn không có quyền lựa chọn và bạn phải xây dựng chính sách cổ tức cho công ty dựa trên cở sở niềm tin và hiểu biết hiện tại của bạn. *Trong phạm vi quyển sách này,* trên cở sở tập hợp ý kiến của nhiều nhà nghiên cứu, chúng tôi chỉ đưa ra một số lời khuyên về chính sách cổ tức.

4. LỜI KHUYÊN VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Như đã trình bày trong phần 3, chính sách cổ tức trên thực tế có tác động đến giá trị công ty và giá cổ phiếu. *Do đó* theo đuổi chính sách cổ tức như thế nào là một trong những quyết định quan trọng của ban quản lý. Việc đưa ra chính sách cổ tức như thế nào tùy thuộc vào hoàn cảnh cụ thể của từng công ty. *Nhìn chung* lời khuyên cho chính sách cổ tức như sau :

- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán, tránh gây ra những thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức nếu chưa cân nhắc một cách kỹ lưỡng tác hại của sự thay đổi này trong dài hạn đối với giá trị của công ty.
- Nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn, đảm bảo sự ổn định, nhất quán của chính sách cổ tức ngay cả trong trường hợp lợi nhuận hoạt động giảm. Một chính sách cổ tức an toàn không đồng nghĩa với một chính sách cổ tức thấp. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa với việc tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, nếu quỹ tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận giữ lại quá lớn sẽ : *Một là,* khiến cho nhà đầu tư suy diễn là công ty bế tắc trong sự tăng trưởng. *Hai là,* công ty vô tình sẽ trở thành mục tiêu của một sự thao túng mua (take over). *Ba là,* lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều. Tất cả những điều này đều có ảnh hưởng không tốt lên giá trị cổ phiếu của công ty.
- Một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỷ lệ chia cổ tức hợp lý sao cho vừa thỏa mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định, nhất quán của cổ đông (hiệu ứng nhóm khách hàng) vừa đảm bảo một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
- Tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức, cho dù công ty đang có một cơ hội đầu tư tuyệt vời. *Trong trường hợp như thế,* để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư này, công ty nên chọn giải pháp đi vay hay phát hành cổ phiếu mới. Nếu vì một lý do nào đó công ty không thể huy động đủ vốn từ nguồn tài trợ bên ngoài mà buộc phải cắt giảm cổ tức, thì công ty cần phải cung cấp thông tin đầy đủ và giải thích một cách rõ ràng cho các nhà đầu tư biết về chương trình đầu tư sắp tới cũng như nhu cầu tài chính cần thiết để tài trợ cho dự án đó, để tối thiểu hóa những hậu quả gây ra từ một sự cắt giảm cổ tức đột ngột như thế.

5. THIẾT LẬP CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Sau khi đã phân tích những khía cạnh khác nhau cũng như những lời khuyên bổ ích về chính sách cổ tức, vấn đề sau cùng đặt ra là công ty nên thiết lập chính sách cổ tức như thế nào ? Phần này sẽ đề cập đến ba loại chính sách cổ tức ban quản lý công ty có thể dựa vào đó để thiết lập chính sách cổ tức cho công ty mình.

5.1. Chính sách trả cổ tức sau đầu tư :

Như đã phân tích ở những phần trước, chúng ta thấy rằng nếu trả cổ tức cao công ty phải bán cổ phiếu ra bên ngoài thường xuyên hơn để tìm nguồn vốn đầu tư cho những dự án mới. Điều này đưa đến kết quả (1) làm thay đổi cấu trúc vốn của công ty và (2) tốn kém chi phí phát hành để huy động vốn bên ngoài. Muốn tránh hai điều này, công ty chỉ nên trả cổ tức sau khi nhu cầu đầu tư của công ty được đáp ứng. Chính sách như vậy gọi là chính sách trả cổ tức sau đầu tư.

Chính sách trả cổ tức sau đầu tư là chính sách theo đó cổ tức chỉ được trả sau khi nhu cầu vốn cho đầu tư đã được đáp ứng đồng thời với việc duy trì tỷ lệ nợ-vốn như hoạch định. Với chính sách này, mục tiêu trước tiên của công ty là đáp ứng nhu cầu đầu tư. Kế đến là duy trì tỷ lệ nợ-vốn như trước khi trả cổ tức. Sau đây chúng ta xem xét ví dụ minh họa chính sách cổ tức này hoạt động như thế nào.

Chẳng hạn công ty có thu nhập sau thuế là 1000$ và tỷ lệ nợ-vốn là 0,5. Lưu ý rằng, bởi vì tỷ lệ nợ-vốn là 0,5 nên công ty phải có 0,5 đồng vốn tương ứng với 1,50 đồng tổng giá trị công ty và cơ cấu vốn của công ty sẽ là 1/3 là nợ và 2/3 là vốn chủ sở hữu.

Bước đầu tiên là công ty quyết định nguồn vốn công ty có thể tạo ra mà không cần phát hành thêm cổ phiếu. Nếu công ty tái đầu tư toàn bộ số lợi nhuận là 1000$ và không trả cổ tức thì vốn chủ sở hữu của công ty tăng thêm 1000$. Để duy trì tỷ lệ nợ-vốn là 0,5, công ty phải vay thêm 500$. Tổng nguồn vốn công ty có thể tạo ra cho đầu tư mà không cần bán thêm cổ phiếu, do đó, bằng 1.000 + 500 = 1.500$.

Bước thứ hai là công ty quyết định xem có trả cổ tức hay không. Để làm điều này, chúng ta so sánh tổng nguồn vốn tạo ra được mà không cần phát hành thêm cổ phiếu mới (trong ví dụ đang xem xét là 1.500$) với nhu cầu vốn chi cho đầu tư theo hoạch định. Nếu nhu cầu vốn cho đầu tư vượt quá nguồn vốn tạo ra thì công ty không trả cổ tức. *Ngoài ra,* công ty còn có thể bán thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn cho đầu tư dự án, hoặc là phải hoãn lại việc đầu tư dự án. Nếu nhu cầu vốn đầu tư thấp hơn nguồn vốn tạo ra thì công ty sẽ trả cổ tức. Số tiền trả cổ tức bằng tiền còn lại sau khi chi cho đầu tư. Ví dụ kế hoạch chi đầu tư là 900$ và để duy trì tỷ lệ nợ-vốn là 0,5 như trước kia thì 2/3 số tiền cần cho đầu tư này phải được tài trợ bằng vốn và 1/3 được tài trợ bằng nợ vay. Do đó :

Số tiền đầu tư từ nợ vay = 900 x 1/3 = 300$

Số tiền đầu tư từ lợi nhuận = 900 x 2/3 = 600$

Lợi nhuận còn lại sau đầu tư = 1.000 - 600 = 400$

Số lợi nhuận còn lại sau đầu tư này (400$) sẽ được dùng để chi trả cổ tức. Với chính sách cổ tức này, công ty có thể thỏa mãn được nhiều mục tiêu đặt ra : vừa đáp ứng được nhu cầu vốn cho đầu tư, vừa đáp ứng được nhu cầu tiền chi trả cổ tức, vẫn duy trì được tỷ lệ nợ-vốn như cũ và không cần phát hành thêm cổ phiếu mới, nhờ vậy, tránh tốn kém chi phí phát hành.

5.2. Chính sách trả cổ tức ổn định :

Chính sách trả cổ tức sau khi đã chi cho đầu tư như vừa đề cập trên đây có nhược điểm là dẫn đến tình trạng bất ổn của chính sách cổ tức. Chi đầu tư thường không đều, có năm chi nhiều, có năm ít. *Kết quả là* nếu năm nào chi đầu tư nhiều thì cổ tức trả ít và ngược lại. *Ngoài ra,* ngay cả khi chi đầu tư có thể hoạch định ổn định thì chính sách cổ tức vẫn có những bất ổn nếu như lợi nhuận của công ty có tính bất ổn.

Để tránh tình trạng này, công ty có thể thiết lập chính sách trả cổ tức ổn định theo một trong hai mô thức : (1) ổn định theo kết quả kinh doanh có tính chu kỳ của công ty, hoặc (2) ổn đinh theo tỷ lệ cố định. Chính sách trả cổ tức ổn định theo kết quả kinh doanh có tính chu kỳ là chính sách trả cổ tức tùy thuộc vào kết quả kinh doanh. Năm nào lợi nhuận làm ra nhiều thì trả cổ tức nhiều và ngược lại. Chính sách trả cổ tức ổn định theo tỷ lệ là chính sách trả cổ tức theo một tỷ lệ tối thiểu nào đó và duy trì tỷ lệ này ổn định trong suốt thời kỳ dài.

5.3. Chính sách trả cổ tức thỏa hiệp :

Do chính sách cổ tức nào cũng có mặt trái của nó nên thực tế nhiều nhà quản trị thực hành thường thích theo đuổi chính sách trả cổ tức thỏa hiệp, tức là chính sách nhằm dung hòa nhiều mục tiêu khác nhau. Thường có năm mục tiêu cần quan tâm là :

- Tránh cắt giảm đầu tư cho những dự án có NPV dương để dành tiền chi trả cổ tức.
- Tránh cắt giảm cổ tức để dành tiền cho đầu tư.
- Tránh bán cổ phiếu để huy động thêm vốn cổ phần.

- Duy trì tỷ lệ nợ–vốn mục tiêu.
- Duy trì tỷ lệ trả cổ tức mục tiêu.

Tùy theo tình hình cụ thể của từng công ty, năm mục tiêu này sẽ được xếp hạng ưu tiên theo thứ tự khác nhau. *Nhưng nhìn chung,* một chính sách như vậy rõ ràng là chính sách mang tính thỏa hiệp, cố gắng dung hòa mọi thứ nhằm thỏa mãn nhiều mục tiêu khác nhau.

6. CHI TRẢ CỔ TỨC BẰNG CỔ PHIẾU VÀ CHIA TÁCH CỔ PHIẾU

Những năm gần đây chúng ta thỉnh thoảng nghe nói một công ty nào đó thông báo chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc giả chia tách cổ phiếu. Nhiều nhà đầu tư khi nghe thông tin này vẫn chưa hiểu sự việc như thế nào và liệu chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu tốt hơn hay tệ hơn đối với nhà đầu tư. Phần này chúng ta sẽ xem xét qua vài khía cạnh lý thuyết về chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu.

Cả chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu đều đưa đến cùng một kết quả là công ty phát hành thêm cổ phiếu, trong khi giá trị tài sản, lợi nhuận, rủi ro và tỷ lệ nắm giữ cổ phần của nhà đầu tư đều không đổi. Chỉ có một yếu tố duy nhất thay đổi là số cổ phần đang lưu hành tăng lên. *Sau đây,* chúng ta xem xét ví dụ minh họa.

***Ví dụ 1* : Minh họa trả cổ tức bằng cổ phiếu.**

Giả sử công ty KC hiện có 100.000 cổ phần đang lưu hành. Lợi nhuận sau thuế của công ty là 500.000$ hay lợi nhuận trên cổ phần 5$. Hiện tại, cổ phiếu KC có tỷ số PE bằng 10 hay giá cổ phiếu là 50$. Ban quản lý công ty hoạch định phát hành thêm 20% cổ phiếu trả cổ tức, do đó, cổ đông hiện tại nắm giữ 10 cổ phần sẽ được nhận thêm 2 cổ phần. Điều này có nghĩa là cổ đông nhận được tài sản (2 cổ phần) trị giá 100$ hay không và liệu điều này tốt hơn cho công đông hay không ?

Sau khi phát hành thêm 20% cổ phần, số cổ phần của công ty bây giờ là 100.000 + 100.000 x 20% = 120.000. Bởi vì lợi nhuận sau thuế vẫn là 500.000 nên lợi nhuận trên cổ phần của công ty EPS = 500.000/120.000 = 4,167. Tỷ số PE của công ty vẫn là 10, giá trị thị trường cổ phiếu của công ty sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu bằng 10 x 4,167 = 41,67$. Nhà đầu tư bây giờ sở hữu 12 cổ phần, tổng giá trị tài sản nhà đầu tư đang nắm giữ bằng 12 x 41,67 = 500$ như trước

kia. Kết quả là, việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu vẫn không làm cho nhà đầu tư tốt hơn hay tệ hơn chút nào. Nếu vậy, tại sao công ty lại làm thế ?

6.1. Phân biệt trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu :

Sự khác biệt giữa trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu, trước tiên, là khác biệt về cách xử lý về mặt kế toán. Với chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, trị giá cổ tức được chuyển từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn. Điều này được minh họa bằng ví dụ 2 dưới đây.

***Ví dụ 2 :* Minh họa cách hạch toán giao dịch trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu.**

Giả sử công ty BC quyết định trả cổ tức bằng cổ phiếu là 15%. Giá cổ phiếu hiện tại là 14$. Trước khi trả cổ tức, tình hình tài khoản vốn trên bảng cân đối kế toán công ty như sau :

Cổ phiếu phổ thông	
Mệnh giá (1 triệu cổ phần có mệnh giá 2$)	$2.000.000
Thặng dư vốn phát hành	8.000.000
Lợi nhuận giữ lại	15.000.000
Tổng cộng	$25.000.000

Sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu 15%, số cổ phần tăng lên 1.000.000 x 15% = 150.000 cổ phần. Giá trị thị trường của số cổ phần tăng thêm này bằng 14$ x 150.000 = 2.100.000$. Để ghi nhận giao dịch này, 2.100.000$ được chuyển từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản Mệnh giá cổ phiếu 150.000 x 2 = 300.000$ và tài khoản Thặng dư vốn phát hành 2.100.000 – 300.000 = 1.800.000$. Kết quả hạch toán làm thay đổi tình hình vốn cổ phần như sau :

Cổ phiếu phổ thông	
Mệnh giá (1 triệu cổ phần có mệnh giá 2$)	$2.300.000
Thặng dư vốn phát hành	9.800.000

Lợi nhuận giữ lại	12.900.000
Tổng cộng	$25.000.000

Giả sử ban quản lý công ty thay đổi quyết định, không tả cổ tức bằng cổ phiếu mà chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ một cổ phiếu cũ bằng 2 cổ phiếu mới. Kết quả là số cổ phần của công ty tăng lên 100%, tức là tăng từ 1 triệu cổ phần lên thành 2 triệu cổ phần trong khi mệnh giá cổ phần giảm từ 2$ xuống còn 1$. Tình hình tài khoản vốn cổ phần sau khi chia tách cổ phiếu như sau :

Cổ phiếu phổ thông	
Mệnh giá (2 triệu cổ phần có mệnh giá 1$)	$2.000.000
Thặng dư vốn phát hành	8.000.000
Lợi nhuận giữ lại	15.000.000
Tổng cộng	$25.000.000

Qua ví dụ minh họa trên đây, chúng ta có thể thấy rằng về mặt kế toán có sự khác nhau giữa trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu nhưng về mặt giá trị công ty vẫn không có gì thay đổi trong cả hai trường hợp. Vậy, lý do gì công ty phải làm thế ?

6.2. Lý do vì sao công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu :

Như trên đã phân tích, trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu không làm cho giá trị công ty thay đổi, do đó, cũng chẳng làm cho cổ đông có lợi hơn hay bị thiệt hơn. Vậy lý do gì khiến công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu ?

Lý do thứ nhất khiến công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu là vì ban quản lý công ty cho rằng cổ đông vẫn có lợi vì giá cổ phiếu không giảm theo một tỷ lệ chính xác như tỷ lệ tăng số cổ phần đang lưu hành. Điều này có được từ hai nguyên do. *Thứ nhất,* nhiều giám đốc tài chính tin rằng giá cổ phiếu sẽ tối ưu trong một khoảng giới hạn nào đó vì trong khoảng này tổng giá trị thị trường của công ty đạt tối đa. Nếu giá vượt quá khoảng giới hạn này thì số nhà đầu tư có khả năng mua cổ phiếu sẽ giảm đi, và do đó, làm giảm

cầu đối với cổ phiếu của công ty. *Thực tế cho thấy* lý do này khiến cho các cổ phiếu ACB, SAM và STB,... được chia tách và trả cổ tức bằng cổ phiếu nhiều lần. *Thứ hai,* thông báo trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu đem lại thông tin tích cực có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. Nhiều giám đốc tin rằng thông tin về trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu là thông tin có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. *Tuy nhiên,* kết quả nghiên cứu kiểm định không ủng hộ kết luận này.

Lý do thứ hai khiến công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu là vì công ty muốn tiết kiệm tiền. Nếu công ty đang cần tiền, công ty có khuynh hướng thích trả cổ tức bằng cổ phiếu hơn bằng tiền. *Tuy nhiên,* lý do này có tính hai mặt. Nếu công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu để tiết kiệm tiền cho đầu tư vào dự án có triển vọng tốt thì điều ấy có tác động tích cực đến giá cổ phiếu. *Ngược lại,* nếu công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu vì thiếu tiền mặt do khó khăn tài chính thì điều ấy rõ ràng là có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu.

7. MUA LẠI CỔ PHIẾU

Mua lại cổ phiếu (stock repurchases) xảy ra khi một công ty nào đó mua lại cổ phiếu của chính nó và kết quả là làm giảm đi số cổ phần đang lưu hành. Có nhiều lý do khiến công ty mua lại cổ phiếu. Các lý do này có thể liệt kê ra như sau :

- Mua lại cổ phiếu là phương tiện cung cấp cơ hội đầu tư nội bộ.
- Mua lại cổ phiếu là một cách thức thay đổi cơ cấu vốn của công ty.
- Mua lại cổ phiếu có tác dụng cải thiện chỉ tiêu lợi nhuận trên cổ phần (EPS).
- Mua lại cổ phiếu để giảm quyền sở hữu của một nhóm cổ đông nào đó.
- Mua lại cổ phiếu để giảm thiểu sự pha loãng cổ phiếu nhằm tránh nguy cơ thao túng quyền kiểm soát công ty.

Dù là bất cứ lý do gì, việc mua lại cổ phiếu cũng đều làm cho số cổ phần đang lưu hành giảm đi và mang lại một số thay đổi. *Sau đây* sẽ xem xét ví dụ cụ thể về mua lại cổ phiếu.

***Ví dụ 3 :* Ví dụ minh họa ảnh hưởng của việc mua lại cổ phiếu.**

Telink đang xem xét trả 4 triệu $ cổ tức (4$ một cổ phần) cho cổ đông. Thông tin về lợi nhuận và giá trị thị trường của Telink như sau :

Lợi nhuận ròng	$7.500.000
Số lượng cổ phần	1.000.000
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	7,5
Tỷ số PE	8
Giá trị thị trường kỳ vọng sau khi trả cổ tức	60

Trong cuộc họp Hội đồng quản trị, nhiều cổ đông chủ chốt nói rằng họ chưa cần nhận cổ tức, tại sao công ty không giữ lợi nhuận lại để tái đầu tư ? Ban điều hành công ty trả lời rằng các dự án đầu tư của họ không đủ khả năng sinh lợi để trang trải tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của cổ đông. Một thành viên trong ban điều hành đề nghị thay vì trả cổ tức, 4 triệu $ lợi nhuận này sẽ được sử dụng để mua lại cổ phiếu của công ty. Bằng cách này, giá cổ phiếu có thể tăng như là kết quả đầu tư vào chính nội bộ công ty. Điều này được minh họa như sau :

- Giả sử cổ phiếu được mua lại bằng mức giá thị trường là 60$ cộng với cổ tức dự kiến trả 4$, tức là bằng 64$.
- Với mức giá này, số cổ phần được mua lại là 4.000.000 / 64 = 62.500 cổ phần.
- Sau khi mua lại, lợi nhuận ròng vẫn không đổi nhưng số cổ phần đang lưu hành giảm đi nên EPS tăng lên :

  Trước khi mua lại, EPS = 7.500.000 / 1.000.000 = 7,5

  Sau khi mua lại, EPS = 7.500.000 / (1.000.000 – 62.500) = 8

- Giả sử tỷ số PE vẫn là 8, giá cổ phiếu sau khi mua lại bằng 8 x 8 = 64$ tăng lên 4$ so với giá trước khi mua lại là 60$.

Kết quả này cho thấy việc mua lại cổ phiếu mang lại kết quả giống như là trả cổ tức cho cổ đông. Nếu trả cổ tức, thì cổ đông nhận được 4$ cổ tức cộng với giá cổ phiếu hiện tại là 60$ bằng đúng 64$ như là trường hợp công ty không trả cổ tức mà thay bằng mua lại cổ phiếu.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Chính sách cổ tức gần đây được xem là một trong những quyết định chủ yếu của quản trị tài chính công ty. Việc thay đổi chính sách cổ tức có tác động như thế nào đến giá cổ phiếu và giá trị công ty nói chung ? Có hai quan điểm khác nhau lý giải vấn đền này. Quan điểm thứ nhất cho rằng chính sách cổ tức chẳng có ý nghĩa vì cả. Tuy nhiên, quan điểm này dựa trên những giả định như thị trường vốn là thị trường hoàn hảo và không có thuế và chi phí giao dịch. Về lý thuyết, quan điểm này đã được chứng minh rằng đúng. Nhưng thực tế, những giả định của lý thuyết này lại không xảy ra. Do đó, thực tế cho thấy chính sách cổ tức rất quan trọng và nó có ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu cũng như giá trị công ty.

Lời khuyên cho chính sách cổ tức là công ty nên theo đuổi chính sách cổ tức nhất quán và ổn định. Nếu vì lý do tối quan trọng cần thay đổi chính sách thì nên công bố thông tin minh bạch, rõ ràng, tránh che đậy thông tin khiến cho cổ đông suy diễn và mất niềm tin vào triển vọng của công ty.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Chính sách cổ tức có tác động như thế nào đến giá trị công ty, xét trên cả hai phương điện lý thuyết và thực tiễn ? Cho ví dụ minh họa cụ thể.
2. Công ty nên theo đuổi chính sách cổ tức như thế nào ? Tại sao phải như thế ?
3. Giải thích tại sao ở những nước có thị trường tài chính mới phát triển như Việt Nam, các công ty thường theo đuổi chính sách chi trả cổ tức cao ? Chính sách như vậy có những ưu nhược điểm gì trước mắt và lâu dài ?
4. Chính sách trả cổ tức sau đầu tư được thực hiện như thế nào ? Chính sách này có ưu, nhược điểm gì ? Làm sao khắc phục được những nhược điểm đó ?

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Công ty Readata áp dụng chính sách trả cổ tức sau đầu tư và duy trì cơ cấu vốn bao gồm 60 phần trăm là nợ và 40 phần trăm là vốn. Lợi nhuận năm nay của công ty là 5.000$. Nguồn vốn tối đa công ty có thể chi cho đầu tư là bao nhiêu mà không cần bán cổ phiếu để huy động thêm vốn ? Giả sử chi đầu tư cho năm tới được hoạch định là 12.000$, công ty có thể trả cổ tức hay không ? Nếu có, trả bao nhiêu ?

Bài giải :

Tỷ lệ nợ–vốn của Readata = 60% / 40% = 1,50

Nguồn vốn tối đa có thể đầu tư bao gồm :

- Toàn bộ lợi nhuận = 5.000$
- Nợ vay theo tỷ lệ nợ–vốn = 5.000 x 1,5 = 7.500$
- Tổng cộng = 5.000 + 7.500 = 12.500$

Chi đầu tư năm tới hoạch định là = 12.000$, trong đó :

- Từ lợi nhuận = 12.000 x 60% = 7.200$
- Từ nợ vay = 12.000 x 40% = 4.800$

Lợi nhuận còn lại dành chi trả cổ tức = 5.000 – 4.800 = 200$.

Bài 2 :

ABC là công ty sử dụng chính sách trả cổ tức sau đầu tư với tỷ lệ nợ–vốn tối ưu là 0,80. Lợi nhuận kết thúc năm tài chính là 150 tỷ đồng và cổ tức đã được công bố là 55 tỷ đồng. Công ty phải vay thêm bao nhiêu để đảm bảo được cơ cấu vốn và tổng nguồn vốn có thể sử dụng cho đầu tư là bao nhiêu ?

Bài giải :

Cổ tức công bố trả cho cổ đông = 55 tỷ đồng

Lợi nhuận dành cho tái đầu tư = 150 – 55 = 95 tỷ đồng

Tỷ lệ nợ–vốn = 0,80

Nợ vay thêm để duy trì cơ cấu vốn :

95 / 0,8 = 118,75 tỷ đồng

Tổng nguồn vốn có thể đầu tư :

95 + 118,75 = 213,75 tỷ đồng.

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

Schulz, Inc duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức là 35%. EPS năm vừa qua của công ty là 8,2$ và được kỳ vọng tăng trưởng mãi mãi ở mức 12%. Hỏi DPS năm nay là bao nhiêu và sau 5 năm nữa DPS sẽ là bao nhiêu ?

Bài 2 :

STI có 5 triệu cổ phần đang lưu hành. Tỷ số PE của công ty là 12 và lợi nhuận ròng của công ty là 2,5 triệu $. Ngài CEO của công ty hoạch định trả cổ tức bằng cổ phiếu là 25%. Hỏi :

a. Giá cổ phiếu là bao nhiêu sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu ?

b. Con trai của Ngài CEO sở hữu 500 cổ phần, tổng giá trị 500 cổ phần của hắn thay đổi thế nào sau khi cha hắn ra lệnh trả cổ tức bằng cổ phiếu ?

Bài 3 :

Giá cổ phiếu STB đang giao dịch ở mức 150.000 đồng. Ngay khi Sacombank trả cổ tức bằng cổ phiếu là 12%, giá cổ phiếu thay đổi thế nào nếu những yếu tố khác đều không đổi ? Giả sử trước khi trả cổ tức, bạn sở hữu 1.000 cổ phần, sau khi trả cổ tức số cổ phần của bạn là bao nhiêu ? Tổng giá trị cổ phần bạn đang nắm giữ thay đổi thế nào ?

Bài 4 :

Công ty DC đang dự định trả cổ tức 500.000$. Công ty có 250.000 cổ phần đang lưu hành và EPS của công ty là 5$. Giá bán cổ phiếu công ty là 50$ vào ngày công bố cổ tức. Thay vì trả cổ tức, ban quản trị công ty quyết định mua lại cổ phiếu. Hỏi :

a. Giá mua lại cổ phiếu nên là bao nhiêu ?

b. Có bao nhiêu cổ phiếu sẽ được mua lại ?

c. Chuyện gì xảy ra nếu giá mua lại cổ phiếu thấp hoặc cao hơn giá đề nghị ở câu a ?

d. Nếu bạn sở hữu 100 cổ phần, bạn thích công ty trả cổ tức hay là mua lại cổ phiếu ?

Bài 5 :

Công ty Worthington công bố cổ tức hàng năm là 0,80$/cổ phần. Năm tài chính vừa kết thúc, lợi nhuận trên cổ phần của công ty là 6$. Hỏi :

a. Tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty là bao nhiêu ?

b. Giả sử công ty có 7 triệu cổ phần đang lưu hành và hoạch định năm tới sẽ vay nợ 18 triệu $. Tổng nguồn vốn đầu tư công ty có thể sử dụng là bao nhiêu nếu công ty áp dụng chính sách trả cổ tức sau đầu tư ? Nếu vậy, cấu trúc vốn mục tiêu của công ty là bao nhiêu ?

Bài 6 :

Công ty HS theo đuổi chính sách trả cổ tức sau đầu tư chặt chẽ với tỷ lệ nợ–vốn được duy trì là 3. Hỏi :

a. Nếu lợi nhuận năm tới là 200.000$, tổng nguồn vốn tối đa công ty có thể sử dụng cho đầu tư là bao nhiêu mà không cần phát hành thêm cổ phiếu mới ?

b. Nếu chi đầu tư cho năm tới là 760.000$, HS có trả cổ tức hay không ? Nếu có, trả bao nhiêu ?

c. HS có thể duy trì được tỷ lệ chi trả cổ tức cố định hay không ? Tại sao ?

Bài 7 :

Huangshi dự báo rằng lợi nhuận năm tới của công ty sẽ là 60 triệu yuan. Công ty hiện có 4 triệu cổ phần đang lưu hành và tỷ lệ nợ–vốn được duy trì ở mức bằng 2. Hỏi :

a. Tổng nguồn vốn tối đa công ty có thể sử dụng mà không cần phát hành thêm cổ phần là bao nhiêu ? Công ty phải vay nợ bao nhiêu để tỷ số nợ–vốn vẫn được duy trì như cũ ?

b. Giả sử rằng công ty áp dụng chính sách trả cổ tức sau đầu tư và tổng nhu cầu vốn đầu tư theo kế hoạch là 75 triệu yuan, công ty có trả cổ tức hay không ? Nếu có trả bao nhiêu ?

c. Ở câu b, công ty phải vay bao nhiêu nợ và sử dụng bao nhiêu lợi nhuận giữ lại ?

d. Giả sử công ty không có chi đầu tư vốn theo kế hoạch trong năm tới, công ty có thể trả cổ tức và vay nợ thêm bao nhiêu ?

Phần 4
NHỮNG QUYẾT ĐỊNH KHÁC CỦA TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Phần này có bốn chương được lần lượt trình bày, bao gồm :

- *Chương 14 :*
  Quyết định sáp nhập và thâu tóm công ty.

- *Chương 15 :*
  Nhận dạng và đo lường rủi ro tài chính.

- *Chương 16 :*
  Quản lý rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất.

- *Chương 17 :*
  Quản lý rủi ro tỷ giá và tổn thất ngoại hối.

Mục tiêu của phần này là trang bị kiến thức và công cụ phân tích để ra các quyết định về sáp nhập và thâu tóm công ty. Ngoài ra, còn trang bị công cụ phân tích nhằm giúp công ty ngăn chận ảnh hưởng của rủi ro tài chính, góp phần làm gia tăng giá trị và lợi nhuận cho cổ đông.

Chương 14
SÁP NHẬP VÀ THÂU TÓM CÔNG TY

■ **MỤC TIÊU :**

Chương này cung cấp những kiến thức căn bản về sáp nhập và thâu tóm công ty, một vấn đề mới thu hút sự quan tâm gần đây trong thực tiễn quản lý tài chính doanh nghiệp ở Việt Nam. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Biết được những hình thức cơ bản về thâu tóm và sáp nhập công ty.
2. Phân tích và nắm vững được những lợi ích của thâu tóm và sáp nhập công ty.
3. Biết cách xác định giá trị gia tăng khi thâu tóm công ty.
4. Biết cách xác định giá trị công ty sau khi thâu tóm.
5. Biết cách xác định hiện giá sau khi sáp nhập công ty.
6. Phân tích những tác động tiêu cực của sáp nhập công ty.
7. Vận dụng kiến thức thâu tóm và sáp nhập công ty vào thực tiễn quản lý ở Việt Nam.

1. NHỮNG HÌNH THỨC CƠ BẢN VỀ THÂU TÓM CÔNG TY

Quan sát thực tiễn diễn ra trên thị trường, người ta thường thấy có ba loại thâu tóm (acquisition) công ty cơ bản thường xảy ra : (1) sáp nhập hay hợp nhất công ty, (2) thâu tóm cổ phiếu dẫn đến thâu tóm công ty, và (3) thâu tóm tài sản dẫn đến thâu tóm công ty. Phần này sẽ xem xét tổng quát về những hình thức thâu tóm công ty vừa nêu.

1.1. Sáp nhập và hợp nhất công ty :

Sáp nhập (merger) là sự nhập chung công ty này vào một công ty khác, theo đó công ty bị sáp nhập (acquired firm) sẽ ngừng tồn tại như là thực thể riêng biệt, nhập chung tài sản và nợ của nó vào công ty sáp nhập (acquiring firm), trong khi công ty sáp nhập vẫn giữ lại tên và sự tồn tại của nó. Do sau khi sáp nhập, tài sản và nợ phải trả của công ty bị sáp nhập được nhập vào công ty sáp nhập nên về mặt tài chính phát sinh nhiều vấn đề cần phân tích và xem xét quyết định.

Hợp nhất công ty (consolidation) cũng là hình thức nhập chung công ty lại với nhau tương tự như sáp nhập công ty, chỉ khác ở chỗ kết quả là một công ty hoàn toàn mới được tạo ra sau khi hợp nhất. Sau hợp nhất, cả hai công ty trước kia sẽ trở thành một bộ phận của công ty mới. Với hình thức hợp nhất công ty thì việc phân biệt công ty sáp nhập hay bị sáp nhập trở nên không cần thiết và không quan trọng, vì sau khi hợp nhất cả hai công ty đều không còn tồn tại như một thực thể độc lập.

> ***Ví dụ 1 :* Minh họa về hợp nhất công ty**
>
> Ví dụ điển hình về sự hợp nhất công ty ở Việt Nam trong những năm gần đây là trường hợp Công ty Tài chính Sài Gòn (SFC) và Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đà Nẵng hợp nhất hình thành nên Ngân hàng Việt Á đang hoạt động khá thành công hiện nay.
>
> *Trước khi hợp nhất,* cả hai Công ty Tài chính Sài Gòn và Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đà Nẵng đều tồn tại độc lập. *Sau khi hợp nhất,* cả hai đều không còn tồn tại độc lập mà trở thành một phần của một thực thể mới, đó là Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Á.

Nói chung, việc công ty này sáp nhập một công ty khác có cả những điều thuận lợi lẫn bất lợi. Điểm thuận lợi căn bản của sáp nhập là, về mặt pháp lý và chi phí, sáp nhập ít phức tạp và tốn kém hơn những hình thức thâu tóm công ty khác, do tránh được những thủ tục chuyển đổi quyền sở hữu tài sản của từng cá nhân trong công ty bị thâu tóm. Điểm bất lợi của sáp nhập là phải có sự đồng ý của cổ đông của công ty bị sáp nhập thông qua hình thức bỏ phiếu. *Nói chung là* phải có 2/3 số phiếu tán thành thì việc sáp nhập mới được thông qua. *Bây giờ,* chúng ta xem xét những hình thức thâu tóm công ty khác, bên cạnh sáp nhập và hợp nhất công ty.

1.2. Thâu tóm cổ phiếu :

Cách thứ hai để có thể mua lại và thâu tóm một công ty khác là thâu tóm cổ phiếu có quyền bầu cử của công ty đó bằng tiền, bằng cổ phiếu hoặc chứng khoán khác. Việc này có thể thực hiện bằng cách chào giá riêng giữa ban quản lý hai công ty hoặc bằng cách chào giá công khai ra công chúng. Chào giá ra công chúng có thể thực hiện thông qua hình thức thông báo trên phương tiện thông tin đại chúng hoặc gửi thư đến các cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu của công ty mục tiêu. Thường thì hình thức gửi thư khó thực hiện hơn vì chúng ta không biết được ai là cổ đông và địa chỉ của cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu công ty mục tiêu.

Nói chung việc lựa chọn hình thức sáp nhập hay thâu tóm cổ phiếu để thâu tóm một công ty nào đó có một số đặc điểm đáng xem xét sau :

- Với hình thức thâu tóm cổ phiếu, không cần phải có đại hội cổ đông cũng không cần phải bỏ phiếu để tìm sự đồng thuận. Nếu cổ đông của công ty mục tiêu không thích sự đặt giá (the offer) của công ty muốn thâu tóm, họ không nhất thiết phải chấp nhận và đòi giá (tender) cổ phiếu của họ.
- Với hình thức thâu tóm cổ phiếu, công ty đặt giá có thể thương lượng trực tiếp với cổ đông của công ty mục tiêu bằng cách chào giá mà không cần lấy ý kiến của ban quản lý và hội đồng quản trị.
- So với sáp nhập và hợp nhất, thâu tóm cổ phiếu thường thiếu thân thiện bởi lẽ công ty muốn mua thì cố gắng áp đặt, trong khi công ty mục tiêu thì cố kháng cự để bảo vệ mình. Điều này khiến cho chi phí thâu tóm cổ phiếu cao hơn nhiều so với hình thức sáp nhập.
- Với hình thức thâu tóm cổ phiếu, thường có một số đáng kể cổ đông từ chối đề nghị đặt giá, cho nên công ty mục tiêu thường không bị "nuốt" hoàn toàn như trong trường hợp sáp nhập. *Tuy nhiên,* nhiều vụ thâu tóm cổ phiếu sau cùng kết thúc bằng sự sáp nhập, khi ấy công ty mục tiêu vẫn bị nuốt hoàn toàn.

1.3. Thâu tóm tài sản :

Thâu tóm tài sản là một hình thức nữa để một công ty có thể thâu tóm công ty khác. Hình thức này thường đòi hỏi một cuộc bỏ

phiếu của các cổ đông về việc bán công ty. *Nhờ vậy,* tránh được những rắc rối tiềm tàng do có một nhóm cổ đông không đồng ý bán cổ phiếu của họ như trong trường hợp thâu tóm cổ phiếu. *Tuy nhiên,* thâu tóm tài sản lại liên quan đến nhiều vấn đề về thủ tục pháp lý khi chuyển nhượng quyền sở hữu tài sản khiến cho chi phí thâu tóm tài sản có thể lớn hơn chi phí thâu tóm cổ phiếu.

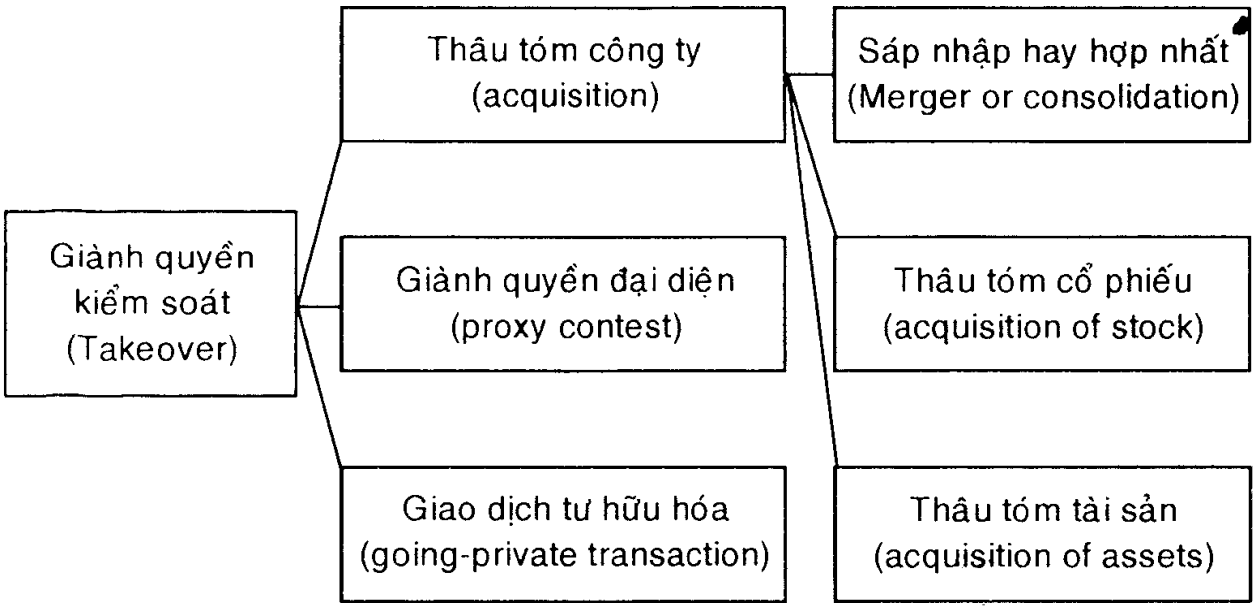
Trên đây, chúng ta vừa điểm qua những hình thức cơ bản về thâu tóm công ty. *Nói chung,* một công ty có thể thâu tóm công ty khác bằng hình thức sáp nhập, thâu tóm cổ phiếu hoặc thâu tóm tài sản. Các nhà phân tích tài chính thường theo dõi các vụ thâu tóm công ty và về cơ bản có thể phân chia thâu tóm công ty thành ba dạng :

- *Thâu tóm theo chiều ngang* (horizontal acquisition) – Là hình thức thâu tóm công ty khác trong cùng một ngành, hay nói khác đi là thâu tóm đối thủ cạnh tranh.
- *Thâu tóm theo chiều dọc* (Vertical acquisition) – Là hình thức thâu tóm công ty khác có liên quan đến khâu cung cấp hoặc tiêu thụ sản phẩm của công ty mình. *Chẳng hạn,* công ty hàng không thâu tóm lấy công ty du lịch. *Hoặc giả,* công ty hoạt động trong ngành may thâu tóm lấy công ty dệt, hay công ty dệt thâu tóm lấy công ty may.
- *Thâu tóm để hình thành tập đoàn* (conglomerate acquisition) – Là hình thức thâu tóm công ty khác không liên quan gì đến ngành công ty mình đang hoạt động. Mục tiêu của việc thâu tóm như vậy không nhằm giảm bớt đối thủ cạnh tranh mà nhằm hình thành nên tập đoàn lớn đa ngành. *Chẳng hạn,* công ty hoạt động trong ngành thực phẩm thâu tóm lấy công ty hoạt động trong ngành vi tính.

1.4. Phân biệt thâu tóm công ty với giành quyền kiểm soát công ty :

Thực tế cho thấy thường có sự bối rối hay nhập nhằng giữa thâu tóm công ty (acquisition) với giành quyền kiểm soát công ty (takeover). Nhằm làm rõ hơn, phần này trình bày sự phân biệt giữa thâu tóm và giành quyền kiểm soát công ty. *Nói chung* giành quyền kiểm soát (takeover) là phạm trù rộng hơn, trong khi thâu tóm công ty chỉ là một trong những hình thức giành quyền kiểm soát công ty. Ngoài thâu tóm công ty ra, còn có hai hình thức khác có thể mang lại sự kiểm

soát công ty. Hình 14.1 dưới đây minh họa sự phân biệt giữa các hình thức thâu tóm và giành quyền kiểm soát công ty.



***Hình 14.1* : Phân biệt giữa thâu tóm và giành quyền kiểm soát công ty.**

Giành quyền kiểm soát có thể thực hiện thông qua một trong ba hình thức : Thâu tóm công ty, giành quyền quản trị hoặc giao dịch tư hữu hóa. Khái niệm thâu tóm công ty và những hình thức cụ thể của nó như sáp nhập hoặc hợp nhất công ty, thâu tóm cổ phiếu và thâu tóm tài sản đã được giải thích ở những phần trước.

Giành quyền đại diện (proxy contest) xảy ra khi một nhóm cổ đông nào đó nỗ lực để giành chỗ trong Hội đồng quản trị thông qua việc nắm phiếu bầu. Bằng cách này họ có thể chi phối và kiểm soát công ty theo ý chí của họ khi bỏ phiếu quyết định những vấn đề liên quan đến quản trị công ty.

Giao dịch tư hữu hóa xảy ra khi tất cả cổ phần của công ty đại chúng bị mua bởi một nhóm nhỏ các nhà đầu tư. Nhóm nhỏ này thường bao gồm những thành viên sáng lập và một số nhà đầu tư bên ngoài. *Sau đó* các cổ phiếu được rút xuống không còn được niêm yết mua bán trên thị trường chứng khoán nữa.

2. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ GIA TĂNG KHI THÂU TÓM CÔNG TY

Giả sử, công ty A đang có ý định thâu tóm công ty B. Giá trị của công ty A hiện là V_A và giá trị công ty B hiện là V_B. Với những công

ty có cổ phiếu niêm yết hoặc giao dịch trên thị trường OTC thì giá trị công ty hoàn toàn có thể xác định được. Bây giờ nếu công ty A thâu tóm công ty B thì hai công ty sẽ nhập lại và có giá trị là V_{AB}. Chênh lệch giữa giá trị của công ty khi nhập lại với tổng giá trị của từng công ty riêng biệt gọi là giá trị gia tăng khi thâu tóm công ty, thuật ngữ tài chính gọi là synergy. Công thức xác định giá trị gia tăng khi thâu tóm công ty (synergy) như sau :

$$\text{Synergy} = V_{AB} - (V_A + V_B) \qquad (14.1)$$

Nói chung, công ty thâu tóm (A) phải trả giá tăng thêm cho công ty bị thâu tóm (B) để có thể tóm được nó. *Chẳng hạn,* giá cổ phiếu của B đang ở mức 50.000 đồng nhưng công ty A phải trả lên đến 60.000 đồng để tóm lấy công ty B. *Như vậy,* A đã phải chấp nhận trả giá gia tăng 10.000 đồng hay là tăng 20%. Điều này có ảnh hưởng đến quyết định của công ty A xem có nên thâu tóm công ty B hay không ? *Muốn vậy,* công ty A phải xác định được giá trị tăng thêm khi thâu tóm công ty B trước khi ngồi vào thương lượng mua công ty B.

Chúng ta có thể sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) để quyết định giá trị tăng thêm khi thâu tóm công ty như sau :

$$\text{Synergy} = \sum_{t=1}^{T} \frac{\Delta CF_t}{(1 + r)^t} \qquad (14.2)$$

trong đó ΔCF_t là chênh lệch giữa dòng tiền của công ty khi kết hợp lại với tổng dòng tiền của hai công ty khi tồn tại riêng biệt. *Nói khác đi,* ΔCF_t là dòng tiền tăng thêm của việc sáp nhập công ty vào thời điểm t và r là suất chiết khấu được hiệu chỉnh phù hợp theo rủi ro. *Nói chung,* r có thể xem như bằng với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với vốn chủ sở hữu của công ty bị thâu tóm. *Vấn đề còn lại là* xác định xem những thành tố nào quyết định ΔCF_t. Như đã chỉ ra trong chương 7 khi bàn về cách xác định dòng tiền, chúng ta có thể ước lượng ΔCF_t bằng công thức sau :

$$\Delta CF_t = \Delta Rev_t - \Delta Costs_t - \Delta Taxes_t - \\ - \Delta \text{Capital Requirements}_t \qquad (14.3)$$

tức là dòng tiền tăng thêm ở năm t bằng doanh thu tăng thêm trừ chi phí tăng thêm, trừ thuế tăng thêm và trừ nhu cầu vốn tăng thêm cho cả tài sản cố định và tài sản lưu động ở năm t. Phần tiếp theo dưới đây sẽ mô tả chi tiết hơn những yếu tố nào góp phần tạo ra giá trị tăng thêm khi thâu tóm công ty.

2.1. Doanh thu tăng thêm :

Một trong những lý do quan trọng của thâu tóm công ty là việc kết hợp hai công ty lại với nhau có thể tạo ra doanh thu lớn hơn khi hai công ty tồn tại riêng biệt. Khả năng tạo ra doanh thu tăng thêm này có thể xuất phát từ những nguồn sau đây :

- *Lợi ích từ hoạt động tiếp thị* – Thường sự kết hợp hai công ty lại tạo ra khả năng cải thiện được hoạt động tiếp thị nhờ đó tạo ra doanh thu tăng thêm. Chẳng hạn, khi hai công ty tồn tại riêng biệt cả hai đều đưa ra chương trình quảng cáo riêng, đều xây dựng hệ thống phân phối riêng và đều phát triển những dòng sản phẩm riêng, nhưng cả hai lại cùng khai thác chung khách hàng. Điều này có thể làm cho khách hàng bối rối khiến cho hiệu quả của các chương trình tiếp thị không cao, vì thế doanh thu không thể tăng như mong đợi. *Bây giờ* hai công ty kết hợp lại thì những trục trặc và những điểm yếu đó của chương trình tiếp thị nhờ vậy được khắc phục.
- *Lợi ích có tính chiến lược* – Đôi khi thâu tóm công ty mang lại những lợi ích chiến lược. *Nhờ đó,* doanh thu có tiềm năng tăng lên đáng kể. *Chẳng hạn* một công ty sản xuất máy khâu thâu tóm lấy công ty sản xuất phần mềm vi tính có thể tạo ra lợi ích chiến lược ở chỗ tận dụng kết hợp công nghệ để cho ra đời thế hệ máy khâu tự động được chương trình hóa. *Hoặc giả,* một công ty sản xuất xe hơi thâu tóm công ty hóa chất nhờ đó kết hợp nghiên cứu sản xuất ra thế hệ xe hơi sử dụng nhiên liệu mới.
- *Sức mạnh từ sự độc quyền hay giảm bớt cạnh tranh* – Một công ty có thể thâu tóm công ty khác cùng ngành để loại bớt đối thủ cạnh tranh, nhờ vậy, có thể tăng doanh thu nhờ tăng giá vì sản phẩm giờ đây ít bị cạnh tranh hơn. Thế nhưng, điều này không có lợi cho xã hội nói chung, nên thường các quy định pháp lý không khuyến khích sự sáp nhập công ty theo kiểu này.

2.2. Cắt giảm chi phí hoạt động :

Công thức (14.3) cho thấy bên cạnh doanh thu tăng thêm, dòng tiền tăng thêm có thể xuất phát từ việc cắt giảm chi phí khi thâu tóm công ty. Sự kết hợp hai công ty lại với nhau có thể giúp cắt giảm chi

phí so với việc hai công ty hoạt động riêng biệt. Khả năng cắt giảm chi phí có thể xuất phát từ những yếu tố sau đây :

- *Tiết kiệm nhờ quy mô* (economies of scale) – Khi kết hợp hai công ty lại với nhau thì quy mô tăng lên. Khi quy mô tăng lên đến một điểm nào đó thì chi phí giảm xuống, đây chính là tiết kiệm nhờ quy mô. Tiết kiệm nhờ quy mô thường xảy ra và liên quan đến chi phí sản xuất cố định hay chi phí sản xuất chung. *Chẳng hạn,* chi thuê quảng cáo trên truyền hình của mỗi công ty hàng năm là 2 tỷ đồng, nếu mỗi công ty tồn tại riêng biệt thì quy mô sản xuất và tiêu thụ tối đa của mỗi công ty là 1.000 sản phẩm. *Như vậy* chi phí quảng cáo tính vào giá thành sản phẩm là 2 triệu đồng. Bây giờ hai công ty kết hợp lại, quy mô sản xuất và tiêu thụ sản phẩm lên đến 2.000 sản phẩm nhưng chi phí thuê quảng cáo trên truyền hình vẫn là 2 tỷ đồng khiến cho chi phí quảng cáo tính vào giá thành sản phẩm giảm chỉ còn 1 triệu đồng.
- *Tiết kiệm nhờ hội nhập theo ngành dọc* (economies of vertical integration) – Thâu tóm công ty theo ngành dọc thường nhằm mục đích cắt giảm chi phí do tiết kiệm nhờ hội nhập theo ngành. *Chẳng hạn,* công ty dệt thâu tóm lấy công ty sản xuất sợi và công ty may mặc để khép kín quy trình có thể giúp cắt giảm chi phí đáng kể, ít ra là cắt giảm chi phí liên quan đến bán hàng và thu tiền.
- *Tận dụng nguồn lực có tính chất bổ sung* (Complementary resources) – Nhiều khi công ty này thâu tóm công ty khác nhằm sử dụng tốt hơn nguồn lực có sẵn, nhờ vậy có thể tiết kiệm được chi phí. *Ví dụ,* Kinh Đô và Tribeco là hai công ty có thể sử dụng chung hệ thống phân phối. Nếu Kinh Đô thâu tóm được Tribeco thì Kinh Đô có thể sử dụng hệ thống phân phối của Tribeco thay vì phải xây dựng mới hệ thống phân phối để mở rộng hệ thống phân phối của mình.
- *Tháo gỡ được sự quản lý kém hiệu quả* (Elimination of inefficient management) – Nhiều khi hai công ty tồn tại riêng biệt thì hoạt động kém hiệu quả nhưng nếu công ty này thâu tóm công ty kia và nhập chung lại thì lại gia tăng hiệu quả quản lý. *Điển hình cho điều này là* trường hợp Công ty Tài chính Sài Gòn và Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đà Nẵng. Công ty Tài

chính Sài Gòn sau nhiều năm hoạt động đã tạo ra được mối quan hệ tốt với khách hàng, *nhờ vậy* có thể mở rộng được hoạt động cấp tín dụng. *Thế nhưng,* do là công ty tài chính nên gặp rất nhiều khó khăn trong khâu huy động vốn, vì thế nếu hoạt động riêng biệt dưới danh nghĩa công ty tài chính thì hiệu quả quản lý không cao. *Ngược lại,* Ngân hàng Thương Mại Cổ phần Đà Nẵng ra đời sau chưa có được quan hệ mạnh với khách hàng nên gặp khó khăn trong việc mở rộng tín dụng. *Thế nhưng,* vì là ngân hàng nên có thuận lợi hơn công ty Tài chính Sài Gòn trong việc huy động vốn. Nếu hoạt động riêng biệt thì chi phí huy động vốn của Công ty Tài chính Sài Gòn và chi phí mở rộng tín dụng của Ngân hàng Đà Nẵng đều cao. *Vì lẽ đó,* Công ty Tài chính Sài Gòn và Ngân hàng Đà Nẵng hợp nhất với nhau hình thành nên Ngân hàng Việt Á để loại bỏ hết những bất cập trong quản lý khi cả hai tồn tại riêng biệt. Từ đó, giảm được chi phí.

2.3. Lợi ích về thuế :

Tiết kiệm được thuế cũng là một động lực khiến công ty nhập lại với nhau. Điều này xảy ra là do sử dụng lỗ như là một yếu tố miễn thuế. Ví dụ có hai công ty : Công ty X chăn nuôi cá và Công ty Y chăn nuôi gà. Hàng năm có hai tình trạng xảy ra : tình trạng 1 là có dịch cúm gà nghiêm trọng, tình trạng 2 là không có dịch cúm gà nghiêm trọng. Tình hình của hai công ty trước và sau sáp nhập như mô tả trên bảng 14.1.

***Bảng 14.1 :* Lợi ích về thuế của việc sáp nhập công ty.**

Đơn vị : Tỷ đồng

	Không sáp nhập				Sáp nhập	
	Công ty X		Công ty Y		Công ty XY	
	Không cúm gà	Có cúm gà	Không cúm gà	Có cúm gà	Không cúm gà	Có cúm gà
Thu nhập chịu thuế	200	- 100	- 100	200	100	100
Thuế	56	0	0	56	28	28
Thu nhập ròng	144	- 100	- 100	144	72	72

Bảng 14.1 minh họa cho chúng ta thấy thuế mà công ty phải nộp tùy thuộc vào việc có cúm gà nghiêm trọng xảy ra hay không và còn tùy thuộc việc hai công ty có sáp nhập với nhau hay không. *Nếu không sáp nhập,* tùy theo tình trạng có cúm gà nghiêm trọng hay không mà mỗi công ty sẽ phải nộp thuế 56 tỷ hoặc 0 tỷ đồng. Nhưng đứng trên góc độ cơ quan thuế thì bất luận tình trạng nào xảy ra họ cũng thu được 56 tỷ đồng. *Bây giờ* nếu hai công ty sáp nhập lại thì bất luận tình trạng nào xảy ra công ty cũng chỉ đóng 28 tỷ đồng tiền thuế. *Như vậy,* trên góc độ cả hai công ty thì số thuế phải đóng giảm đi phân nửa. Tiết kiệm thuế giúp cho công ty có thể tăng dòng tiền tăng thêm.

3. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ CÔNG TY SAU KHI THÂU TÓM CÔNG TY KHÁC

Xác định giá trị công ty sau khi thâu tóm là vấn đề cực kỳ phức tạp, phức tạp hơn cả xác định giá trị một công ty đang hoạt động độc lập. *Nói chung,* mô hình chiết khấu dòng tiền vẫn được áp dụng nhưng phức tạp ở chỗ rất khó ước lượng dòng tiền và suất chiết khấu thích hợp. Phần này trình bày tình huống Gamble thâu tóm Shapiro như là một tình huống điển hình có thể vận dụng vào thực tiễn.

***Ví dụ 2 :* Minh họa tình huống thâu tóm Shapiro bởi Gamble**

Giám đốc tài chính của Gamble tin rằng khi thâu tóm Shapiro, dòng tiền công ty sau khi thâu tóm sẽ lớn hơn tổng dòng tiền của mỗi công ty nếu hai công ty tồn tại riêng biệt. Dòng tiền của Gamble sau khi thâu tóm Shapiro được ước lượng như sau (Đơn vị : Triệu USD) :

	Dòng tiền ròng hàng năm	Suất chiết khấu	Giá trị
Gamble, Inc	10,0	0,10	100
Shapiro, Inc	4,5	0,15	30
Lợi ích từ việc thâu tóm c.ty :	5,5	0,122	45
Lợi ích chiến lược	3,0	0,20	15
Tiết kiệm thuế	1,0	0,05	20
Hiệu quả hoạt động	1,5	0,15	10
Gamble-Shapiro	20,0	0,114	175

Bằng việc ước lượng dòng tiền sau khi thâu tóm với suất chiết khấu tương ứng và giả định rằng dòng tiền là dòng tiền đều vô hạn, giá trị của Gamble–Shapiro được xác định bằng tổng hiện giá của từng dòng tiền bộ phận tức là bằng 175 triệu USD.

Ví dụ 2 trên đây minh họa giá trị sau khi Gamble thâu tóm Shapiro để trở thành Gamble–Shapiro là 175 triệu USD. Giá trị công ty sau khi thâu tóm được ước lượng và xác định dựa vào dòng tiền và suất chiết khấu như sau :

- *Tiết kiệm thuế* – Nếu thâu tóm Shapiro, Gamble có thể sử dụng lỗ của Shapiro để giảm thuế được 1 triệu USD. Dòng tiền có được do tiết kiệm thuế này khá chắc chắn nên được chiết khấu ở suất chiết khấu 5%, do đó, giá trị nhận được là 1 / 0,05 = 20 triệu USD.
- *Cải thiện hiệu quả hoạt động* – Gamble hiện đã hoạt động hết công suất. *Do đó,* tin chắc rằng nhờ thâu tóm Shapiro, Gamble có thể sử dụng năng lực sản xuất có sẵn của Shapiro, với một ít điều chỉnh nhỏ là có thể mở rộng sản xuất mà không phải đầu tư thêm. Sự cải thiện hiệu quả hoạt động này có thể làm cho dòng tiền sau thuế của Gamble tăng thêm 1,5 triệu USD. Sử dụng suất chiết khấu bằng với suất chiết khấu của Shapiro là 15%, giá trị nhận được của bộ phận dòng tiền này là 1,5 / 0,15 = 10 triệu USD.
- *Lợi ích chiến lược* – Việc thâu tóm Shapiro ngoài những lợi ích vừa nêu trên còn đem lại lợi ích có tính chiến lược cho Gmable. Lợi ích chiến lược thể hiện ở chỗ nếu hai công ty sáp nhập lại sẽ tận dụng được mọi nguồn lực để nghiên cứu và cho ra đời dòng sản phẩm mới về chăm sóc da. Xác suất thành công là 50% và nếu thành công sẽ đem về dòng tiền là 6 triệu USD. Dòng tiền này có rủi ro cao nên được chiết khấu ở suất chiết khấu 20%. Giá trị nhận được từ bộ phận dòng tiền này, do đó, là (6 x 0,5) / 0,2 = 15 triệu USD.

Qua phân tích trên đây, chúng ta thấy rằng tổng cộng lợi ích từ việc thâu tóm Shapiro của Gamble là 45 triệu USD. Nếu hoạt động riêng biệt, giá trị của Gamble và Shapiro được xác định lần lượt là 100 và 30 triệu USD. *Như vậy,* giá trị sau khi sáp nhập Shapiro và

Gamble sẽ bằng tổng giá trị từng công ty riêng biệt cộng với giá trị của lợi ích từ việc sáp nhập, tức bằng 100 + 30 + 45 = 175 triệu USD.

Như đã chỉ ra ngay từ đầu, việc xác định giá trị công ty sau khi thâu tóm một công ty khác chủ yếu là dựa trên cơ sở xác định giá trị của hai công ty khi hoạt động riêng biệt và ước lượng giá trị tăng thêm của việc sáp nhập. Tất cả những ước lượng đều mang tính tương đối và còn tiềm ẩn nhiếu sai sót. *Do đó,* khi ước lượng cần chú ý giảm tối đa những sai sót tiềm ẩn bằng cách lưu ý các yếu tố sau đây :

- *Đừng bỏ qua giá trị thị trường* – Việc xác định giá trị công ty nói chung là dựa trên cơ sở ước lượng dòng tiền và suất chiết khấu với giả định dòng tiền của công ty là dòng tiền đều vô hạn. Điều này tiềm ẩn nhiều sai sót, do vậy, nếu có thể thì đừng bao giờ bỏ qua việc tham chiếu với giá trị thị trường của công ty. *Chẳng hạn,* trong ví dụ trên nếu Shapiro có cổ phiếu giao dịch trên thị trường thì chúng ta nên tham chiếu giá trị ước tính của Shapiro là 30 triệu USD theo mô hình DCF với giá trị thị trường của công ty, bằng giá cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành, để có những điều chỉnh hợp lý hơn.
- *Chỉ kể dòng tiền tăng thêm* – Như trên đã phân tích, chỉ có dòng tiền tăng thêm từ việc thâu tóm mới góp phần làm tăng giá trị của công ty sau khi thâu tóm công ty khác. *Do vậy,* khi ước lượng dòng tiền cần lưu ý chỉ tính phần dòng tiền tăng thêm mà thôi.
- *Sử dụng suất chiết khấu phù hợp* – Suất chiết khấu dùng để tính hiện giá của dòng tiền nên sử dụng bằng tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với từng loại dòng tiền bộ phận. Nói chung, bộ phận dòng tiền nào rủi ro hơn thì nên được chiết khấu ở tỷ suất lợi nhuận yêu cầu cao hơn.
- *Chú ý trên thực tế còn có chi phí giao dịch* – Về lý thuyết khi phân tích và định giá, chúng ta thường bỏ qua chi phí giao dịch để tập trung phân tích những khía cạnh chính yếu của việc định giá. *Thế nhưng,* trên thực tế luôn có chi phí giao dịch. *Do vậy,* giá trị công ty sau khi thâu tóm còn phải trừ đi các loại chi phí giao dịch bao gồm phí thu thập thông tin, phí tư vấn của ngân hàng đầu tư, phí luật sư và phí phát sinh khác.

4. XÁC ĐỊNH HIỆN GIÁ RÒNG SÁP NHẬP CÔNG TY

Về cơ bản công ty vẫn sử dụng phân tích hiện giá ròng (NPV) khi quyết định thâu tóm và sáp nhập công ty khác. Việc sáp nhập công ty mục tiêu có thể thực hiện chi trả bằng tiền hoặc bằng cổ phiếu.

4.1. Trường hợp thanh toán bằng tiền :

Giả sử công ty A giá công ty B có giá trị riêng biệt lần lượt là 500 và 100 tỷ đồng. Cả hai đều là công ty 100% vốn chủ sở hữu. Nếu công ty A sáp nhập công ty B thì công ty sáp nhập là AB có giá trị kết hợp là 700 tỷ đồng, nhờ có giá trị tăng thêm (synergy) là 100 tỷ đồng. Hội đồng quản trị công ty B tuyên bố rằng nếu bán công ty B họ sẽ đòi giá là 150 tỷ đồng trả bằng tiền. Hỏi công ty A có nên mua công ty B hay không ?

Giả sử rằng công ty A sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ việc thâu tóm công ty B. Giá trị công ty A sau khi thâu tóm B xác định như sau :

Giá trị công ty A = Giá trị công ty AB – Tiền thanh toán cho B
= 700 – 150 = 550 tỷ đồng.

Bởi vì giá trị của công ty A trước khi thâu tóm B là 500 tỷ đồng, hiện giá ròng dành cho cổ đông của công ty A là :

$$550 - 500 = 50 \text{ tỷ đồng} \qquad (14.4)$$

Giả sử rằng công ty A có 2,5 triệu cổ phần, giá trị của mỗi cổ phần sẽ là 500 tỷ đồng chia cho 2,5 triệu bằng 200.000 đồng trước khi sáp nhập và bằng 220.000 đồng sau khi sáp nhập. Việc tính toán xác định giá trị được tóm tắt ở bảng 14.2 dưới đây.

Bảng 14.2 cho thấy rằng giá cổ phiếu công ty A trước khi sáp nhập là 200 nghìn đồng. Nếu mua công ty B và thanh toán bằng tiền thì giá cổ phiếu công ty A sau khi sáp nhập công ty B tăng lên 220 nghìn đồng. Vậy có thể nói Công ty A nên mua công ty B.

Bảng 14.2 : **Chi phí sáp nhập : Bằng tiền và bằng cổ phiếu.**

	Trước sáp nhập		Sau sáp nhập : Công ty A		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Cty A	Cty B	Tiền	Đổi cổ phiếu theo tỷ lệ (0,75:1)	Đổi cổ phiếu đổi theo tỷ lệ (0,6819:1)
Giá trị thị trường,V_A,V_B, (tỷ đồng)	500	100	550	700	700
Số cổ phần (Triệu CP)	2,5	1	2,5	3,25	3,1819
Giá mỗi cổ phần (1000 đồng)	200	100	220	215,4	220

Như đã đề cập ở các phần trước, khi thâu tóm một công ty khác luôn có cả hai thứ : giá trị gia tăng (synergy) và chi phí (premium) trả cho vụ thâu tóm đó. Vậy hiện giá ròng (NPV) của việc công ty A thâu tóm công ty B được xác định như sau :

NPV đối với công ty thâu tóm = Giá trị gia tăng – Chi phí gia tăng

= 100 – 50 = 50 tỷ đồng

Giá trị công ty sau sáp nhập là 700 tỷ đồng trong khi giá trị của công ty A là 500 và công ty B là 100 tỷ đồng nếu hoạt động riêng biệt. *Do đó,* giá trị gia tăng nhờ sáp nhập là 700 – (500 + 100) = 100 tỷ đồng. *Mặt khác,* giá trị của công ty B là 100 nhưng khi mua công ty B, công ty A phải trả bằng tiền lên đến 150 tỷ đồng. Do đó, chi phí gia tăng khi mua công ty B là 150 – 100 = 50 tỷ đồng. Vậy, hiện giá ròng của vụ sáp nhập này đối với công ty A là 100 – 50 = 50 tỷ đồng.

4.2. Trường hợp thanh toán bằng cổ phiếu :

Trong ví dụ đang xét, công ty A có thể mua công ty B bằng cổ phiếu thay vì bằng tiền. Trong trường hợp này việc phân tích phức tạp hơn. *Giả sử rằng* công ty B hiện đang có 1 triệu cổ phần lưu hành như chỉ ra trong bảng 14.2. *Giả sử rằng* công ty A đổi 7,5 cổ phiếu

công ty A lấy 10 cổ phiếu công ty B. Tỷ lệ trao đổi cổ phiếu là 0,75 : 1. *Như vậy,* 1 triệu cổ phiếu công ty B đổi lấy 750 nghìn cổ phiếu công ty A. Giá cổ phiếu công ty A trước khi thâu tóm công ty B là 200 nghìn đồng. Giá trị công ty A trả để mua công ty B bằng 750 nghìn cổ phiếu x 200 nghìn đồng = 150 tỷ đồng. Liệu kết luận này có đúng không ?

Sau khi thâu tóm công ty B, số cổ phần đang lưu hành của công ty A sẽ là 3,25 triệu, bao gồm 2,5 triệu cộng 0,75 triệu cổ phần đổi cho công ty B. Cổ đông công ty B giữ 0,75 triệu cổ phần, tức chiếm 0,75 / 3,25 = 23% công ty sau khi sáp nhập. *Thế nhưng,* giá trị công ty sau khi sáp nhập là 700 tỷ đồng, giá trị cổ đông công ty B nắm giữ bằng 700 * 23% = 161 tỷ đồng. *Như vậy,* giá công ty A bỏ ra mua công ty B là 161 tỷ chứ không phải là 150 tỷ đồng.

Cột (4) của bảng 14.2 cho thấy giá cổ phiếu công ty A sau khi sáp nhập là 700 tỷ đồng chia cho 3,25 triệu cổ phần bằng 215,4 nghìn đồng (tính tròn) một cổ phần, thay vì 220 nghìn đồng như trong trường hợp mua công ty B bằng tiền. Sở dĩ có sự chênh lệch này là vì việc đổi 7,5 cổ phếu công ty A cho 10 cổ phiếu công ty B dựa trên cơ sở giá trị của hai công ty trước khi sáp nhập. Tuy nhiên, bởi vì giá cổ phiếu công ty tăng lên sau khi sáp nhập nên cổ đông công ty B nhận được nhiều hơn do họ còn sở hữu công ty B, chứ không như bán đứt công ty B như trong trường hợp nhận thanh toán bằng tiền.

Như vậy, vấn đề đặt ra là nếu muốn cổ đông công ty B chỉ nhận được 150 tỷ đồng như trong trường hợp bán bằng tiền thì tỷ lệ trao đổi cổ phần phải là bao nhiêu ? Đặt a là tỷ lệ phần trăm cổ phần công ty B được nắm giữ trong công ty sau sáp nhập. Giá trị công ty sau sáp nhập là 700 tỷ đồng nên phần giá trị công ty B nắm giữ tương ứng là $700*\alpha$. Thiết lập phương trình : $700\alpha = 150$ và giải phương trình này chúng ta được $\alpha = 21{,}43\%$. Nói khác đi, cổ đông công ty B nhận được 150 tỷ đồng nếu tỷ lệ nắm giữ của họ sau sáp nhập là 21,43%. Với tỷ lệ nắm giữ này, số cổ phần công ty A đổi cho công ty B nên theo tỷ lệ nào ?

Tỷ lệ cổ phần cổ đông công ty B nắm giữ trong công ty sau sáp nhập được xác định theo công thức như sau :

$$\alpha = \frac{\text{Số cổ phần B nắm giữ sau sáp nhập}}{\text{Số cổ phần công ty A sau sáp nhập}}$$

$$\alpha = \frac{\text{Số cổ phần B nắm giữ sau sáp nhập}}{\text{Số cổ phần của A trước sáp nhập} + \text{Số cổ phần B nắm giữ sau sáp nhập}}$$

$$\alpha = \frac{\text{Số cổ phần B nắm giữ sau sáp nhập}}{2.500.000 + \text{Số cổ phần B nắm giữ sau sáp nhập}}$$

$$= 21,43\% = 0,2143$$

Giải phương trình này chúng ta được số cổ phần công ty B nắm giữ sau sáp nhập nên là 681.876 cổ phần. Như vậy tỷ lệ trao đổi sẽ là 681.876 / 1.000.000 = 0,6819 : 1 như thể hiện trên cột (5) bảng 14.2. Với tỷ lệ trao đổi này thì số cổ phần công ty B nắm giữ là 3,1819 triệu cổ phần và giá mỗi cổ phần là 220 nghìn đồng giống như trong trường hợp thanh toán bằng tiền. Tỷ lệ trao đổi cổ phần này hợp lý và công bằng hơn là tỷ lệ 0,75 : 1 như đề nghị của công ty B.

Qua phân tích hai trường hợp mua công ty bằng tiền mặt và bằng cổ phần trên đây, chúng ta thấy rằng, đối với công ty muốn thâu tóm công ty khác, việc lựa chọn trường hợp nào tùy thuộc vào một số yếu tố sau :

- *Định giá cao hơn giá trị* – Nếu ban quản lý công ty thâu tóm nghĩ rằng cổ phiếu của mình được định giá cao hơn giá trị thực của nó thì sử dụng cổ phiếu của mình để mua công ty khác có lợi (ít tốn kém chi phí) hơn là sử dụng tiền.
- *Thuế* – Nói chung thâu tóm bằng tiền là giao dịch phải chịu thuế trong khi thâu tóm bằng trao đổi cổ phần thường miễn thuế.
- *Chia xẻ lợi vốn* – Nếu sử dụng tiền để mua công ty khác, cổ đông của công ty bị mua nhận được giá bán công ty cố định. Nếu vụ sáp nhập sau đó thành công và giá cổ phiếu công ty sau sáp nhập tăng lên cổ đông của công ty bị mua không được hưởng vì đã bán đứt cổ phần của mình để lấy tiền rồi. Dĩ nhiên, ngược lại nếu vụ sáp nhập không thành công và cổ phiếu công ty sau sáp nhập giảm xuống họ cũng không phải gánh chịu phần lỗ. Trong trường hợp này, cổ đông của công ty sáp nhập bị thiệt hơn so với trường hợp thâu tóm bằng tiền.

5. NHỮNG LÝ DO SAI LẦM KHI SÁP NHẬP CÔNG TY

Khi quyết định có nên thâu tóm và sáp nhập một công ty nào đó hay không, ban quản lý công ty bao giờ cũng cân nhắc những lý do nào cần thâu tóm công ty mục tiêu. Sau khi thâu tóm công ty mục tiêu, giá trị công ty sau sáp nhập tăng lên nhờ những yếu tố nào. Những lý do đưa ra, như đã phân tích ở các phần trước, bao gồm các yếu tố như tăng doanh thu, giảm chi phí, tiết kiệm thuế và có lợi ích chiến lược từ vụ sáp nhập.

Ngoài ra còn có hai lý do khác thúc đẩy sáp nhập công ty. Đó là sáp nhập để tăng EPS và sáp nhập để nhằm đa dạng hóa hoạt động công ty. *Thế nhưng* nhiều nhà nghiên cứu và thực hành thường cho rằng sẽ sai lầm khi sáp nhập công ty vì hai lý do này. Phần này sẽ phán tích vì sao hai lý do này thường bị xem là sai lầm.

5.1. Sáp nhập để tăng EPS :

Một số nhà phân tích cho rằng sáp nhập có thể làm tăng EPS của công ty vì sáp nhập làm cho các nhà đầu tư nghĩ rằng công ty có giá trị cao hơn giá trị thực của nó. Sau đây sẽ xem xét một ví dụ minh họa điển hình.

***Ví dụ 3 :* Minh họa xem sáp nhập có làm tăng EPS hay không ?**

Global Resoureces, Ltd thâu tóm Regional Enterprices. Tình hình tài chính của công ty trước và sau sáp nhập thể hiện trên bảng như sau :

			Global Resources sau sáp nhập	
	Global resources trước sáp nhập	Regional Enterprises trước sáp nhập	Thị trường nhận biết được	Thị trường không nhận biết được
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	$1,00	$1,00	$1,43	$1,43
Giá cổ phần	$25,00	$10,00	$25,00	$35,71
Tỷ số P/E	25	10	17,50	25,00
Số lượng cổ phần	100	100	140	140
Tổng lợi nhuận	$100	$100	$200	$200
Tổng giá trị	$2.500	$1.000	$3.500	$5.000

Ví dụ 3 trên đây cho thấy rằng thật ra vụ sáp nhập Regional vào Globlal không tạo ra giá trị tăng thêm, vì doanh thu và chi phí cũng như những yếu tố khác vẫn có gì thay đổi. Nếu vậy thì :

- Giá trị của Global sau sáp nhập bằng đúng giá trị của Global trước sáp nhập cộng với giá trị của Regional trước khi sáp nhập, tức là bằng 2.500 + 1.000 = 3.500$.
- Thu nhập của Global sau sáp nhập bằng tổng thu nhập của Global và Regional trước khi sáp nhập, tức bằng 100 + 100 = 200$.
- Giá cổ phiếu sau sáp nhập bằng giá trị công ty sau sáp nhập chia cho tổng số cổ phần sau sáp nhập, tức là bằng 3.500 / 140 = 25$ cũng không đổi.
- Ở mức giá trị này, Global mua Regional bằng cách đổi 40 cổ phần của mình lấy 100 cổ phần của Regional. Kết quả là Global có 140 cổ phần sau khi sáp nhập. EPS bây giờ bằng tổng thu nhập chia cho tổng số cổ phần, tức là bằng 200 / 140 = 1,43.
- *Mặt khác,* chúng ta biết rằng giá cổ phiếu bằng EPS nhân với tỷ số P/E. Giá cổ phiếu không đổi trong khi EPS tăng lên thì bắt buộc tỷ số P/E phải giảm xuống, tức là P/E = 25 / 1,43 = 17,5 chứ không phải là 25 như trước khi sáp nhập.

Vấn đề là liệu thị trường có nhận ra được điều này hay không ? Có hai khả năng :

- Nếu thị trường nhận ra được điều này thì tỷ số P/E giảm xuống chỉ còn 17,5 và như vậy giá trị cổ phiếu Global sau sáp nhập bằng 17,5 x 1,43 = 25$ và giá trị công ty bằng 25 x 140 = 3.500$.
- Nếu thị trường không nhận ra được điều này và kết quả là tỷ số P/E vẫn như củ thì giá cổ phiếu Global sau sáp nhập bằng 25 x 1,43 = 35,75$ và giá trị công ty bằng 35,75 x 140 = 5.000$.

Ban quản lý công ty có thể nghĩ rằng thị trường không nhận ra được và như vậy họ có thể lừa được thị trường bằng trò ảo thuật này. Nếu có chăng cũng chỉ là tạm thời, vì trước sau gì thị trường cũng sẽ điều chỉnh để nâng cao mức độ hiệu quả và nhận ra được điều này.

5.2. Sáp nhập để đa dạng hóa hoạt động :

Ban quản lý công ty đôi khi tin rằng sáp nhập cũng là một hình thức đa dạng hóa hoạt động, như vậy công ty còn có lợi nữa là có thể cắt giảm rủi ro nhờ sự đa dạng hóa từ sáp nhập. Liệu điều này có đúng hay không ?

Thật ra điều này không đúng bởi vì, như đã biết trong phần đầu của môn học, đa dạng hóa chỉ giúp cắt giảm được rủi ro phi hệ thống chứ không thể giúp cắt giảm rủi ro hệ thống. *Thế nhưng,* sáp nhập để đa dạng hóa nhằm cắt giảm rủi ro phi hệ thống là việc làm không cần thiết bởi vì nhà đầu tư tự thân họ cũng có thể đa dạng hóa được bằng cách mua cổ phiếu của cả hai công ty để hình thành danh mục đầu tư theo mục tiêu của họ. Mua một danh mục đầu tư đa dạng hóa dễ và ít tốn kém chi phí giao dịch hơn gấp trăm nghìn lần là sáp nhập hai công ty để đa dạng hóa.

6. SÁCH LƯỢC PHÒNG THỦ CHỐNG LẠI THÂU TÓM CÔNG TY

Ban quản lý công ty mục tiêu thường cố gắng ngăn cản công ty khác thâu tóm công ty mình. Nỗ lực ngăn cản thường bắt đầu bằng thông báo báo chí hoặc gửi thư cho cổ đông để nói rõ quan điểm của ban quản lý về vụ sáp nhập. Kế đến là những hành động về quản lý và pháp lý nhằm cản trở ý đồ thâu tóm.

Những hành động quản lý nhằm cản trở và đánh bại nỗ lực thâu tóm có thể làm cho cổ đông của công ty mục tiêu có lợi hơn. Chẳng hạn như ban quản lý ra sức đấu tranh đòi giá cao khiến cho công ty muốn thâu tóm phải trả giá trị gia tăng cho cổ đông của công ty mục tiêu. Những sách lược phòng thủ nhằm ngăn cản nỗ lực thâu tóm bất công mà công ty mục tiêu có thể sử dụng bao gồm :

- Nỗ lực quản trị tốt công ty nhằm giữ vững và tăng giá trị công ty trên thị trường khiến cho đối thủ phải trả giá đắt nếu như muốn thâu tóm công ty mục tiêu.
- Sửa đổi Điều lệ công ty theo hướng gây khó khăn cho việc thâu tóm công ty, chẳng hạn phải có 80% số cổ đông đồng ý thì việc mua bán và sáp nhập công ty mới được thông qua.
- Thỏa thuận mua lại cổ phần từ một số cổ đông mục tiêu nhằm giảm bớt nguy cơ các cổ đông này bán cổ phần cho đối thủ.

- Sử dụng giao dịch tư hữu hóa và vay nợ để mua lại cổ phần, sau đó, rút tên công ty ra khải thị trường niêm yết.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Một công ty tồn tại và hoạt động trên thị trường, dù là thành công hay không thành công, vẫn có thể trở thành mục tiêu thâu tóm và sáp nhập của công ty khác. Việc công ty này thâu tóm một công ty khác thường diễn ra theo một trong ba hình thức : (1) sáp nhập hoặc hợp nhất, (2) thâu gom cổ phiếu dẫn đến thâu tóm công ty, hoặc (3) thâu gom tài sản dẫn đến thâu tóm công ty. Mỗi hình thức đều có những ưu, nhược điểm riêng của nó. Bởi vì cả hai phía đều nỗ lực, công ty mục tiêu nỗ lực bảo vệ mình và ngăn cản việc thâu tóm, trong khi công ty thâu tóm thì nỗ lực thâu tóm công ty mục tiêu sao cho nhanh gọn với chi phí thấp nhất, thâu tóm công ty thường có tính chất thiếu thân thiện và thiếu công bằng.

Thế nhưng, thâu tóm bao giờ cũng hứa hẹn và được kỳ vọng sẽ mang lại thành công với nhiều lợi ích cho công ty sau khi thâu tóm công ty mục tiêu. Nếu không, việc thâu tóm đã không diễn ra. Lợi ích của công ty sau khi thâu tóm và sáp nhập công ty khác thể hiện ở khả năng tạo ra giá trị gia tăng (synergy) cho công ty sau sáp nhập. Về cơ bản, giá trị gia tăng có được từ các nguồn sau đây :

- Doanh thu tăng thêm sau khi sáp nhập.
- Cắt giảm chi phí sau khi sáp nhập.
- Tiết kiệm thuế.
- Tận dụng lợi thế để tạo ra những lợi ích mang tính chiến lược.

Về mặt tài chính, công ty này có thể thâu tóm công ty kia bằng cách thanh toán bằng tiền và xem như mua đứt công ty mục tiêu. Ngoài ra, công ty thâu tóm cũng có thể thâu tóm công ty mục tiêu bằng cách trao đổi cổ phiếu và khi ấy cổ đông công ty mục tiêu về sau này sẽ trở thành cổ đông của công ty sau khi thâu tóm.

Lời khuyên chung là công ty này chỉ nên thâu tóm công ty khác nếu như tin chắc rằng sau khi thâu tóm có thể tạo ra được giá trị gia tăng từ các nguồn vừa nêu trên. Không nên thâu tóm công ty khác vì lý do sau khi thâu tóm sẽ tăng được EPS hoặc có thể cắt giảm rủi ro nhờ đa dạng hóa. Lý thuyết và thực tiễn cho thấy sẽ sai lầm khi thâu tóm công ty khác chỉ vì hai lý do này.

Tiểu tình huống : MICROSOFT NGẮM MỤC TIÊU YAHOO !

Ngày 22/2/2008 một giám đốc điều hành của hãng Microsoft đã gửi tới các nhân viên một bức thư điện tử với nội dung rất lạc quan, trong đó vẽ ra viễn cảnh "gã khổng lồ" phần mềm này sẽ thâu tóm Yahoo như thế nào và sáp nhập hoạt động với công ty Internet kỳ cựu này ra sao.

Trong bức thư, ông Kevin Johnson, phụ trách bộ phận dịch vụ và cương lĩnh của Microsoft cho biết ban giám đốc hãng phần mềm này "mong muốn đối thoại xây dựng với ban lãnh đạo Yahoo, các cổ đông và các nhân viên về lợi ích của mối kết hợp giữa hai bên cũng như chiến lược và năng lực tài chính của Microsoft". Ông này hứa hẹn "một khi Yahoo và Microsoft nhất trí sáp nhập, hai bên có thể bắt đầu tiến trình kế hoạch liên kết song song với điều chỉnh", đồng thời khẳng định nếu Yahoo chấp thuận, thương vụ sáp nhập có thể được thực hiện vào nửa sau năm nay. Johnson cũng cho biết kế hoạch của Microsoft là giữ Yahoo tại thung lũng Silicon và các nhân viên tài năng của Yahoo sẽ được trọng thưởng xứng đáng.

Yahoo hôm 11/2 đã tuyên bố khước từ đề nghị sang nhượng trị giá 44,6 tỉ USD của Microsoft với lý do mức giá trên là "coi rẻ" công ty Internet này. Mặc dù bị từ chối, nhiều nguồn tin cho hay Microsoft vẫn ráo riết với kế hoạch thâu tóm Yahoo và sẽ "theo đuổi tất cả những bước cần thiết" để có được một thỏa thuận, bao gồm cả khả năng thương lượng trực tiếp giá mua với các cổ đông của Yahoo hoặc mạnh hơn là "hất cẳng" ban giám đốc gồm 10 thành viên của Yahoo vào cuối năm nay.

Có tin, các cố vấn của Microsoft đang ráo riết "vận động hậu trường" nhằm lôi kéo sự ủng hộ của các cổ đông của Yahoo và cũng để quyết định xem họ cần nâng mức giá lên bao nhiêu để ban giám đốc Yahoo chịu ngồi vào bàn thương lượng về một thỏa thuận. Mức giá mà Microsoft đưa ra tương đương với 31 USD/mỗi cổ phiếu của Yahoo trong khi ban lãnh đạo Yahoo cho rằng giá trị mỗi cổ phiếu của họ phải là 40 USD, như thế sẽ đội giá mua Yahoo lên khoảng 10 tỉ USD nữa.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Sáp nhập (merger) và hợp nhất (consolidation) công ty giống và khác nhau ở những điểm nào ? Cho ví dụ minh họa.
2. Thâu tóm công ty (acquisition) và giành quyền kiểm soát công ty (takeover) giống và khác nhau ở những điểm nào ? Cho ví dụ minh họa.
3. Những lý do gì có thể thúc đẩy một công ty thâu tóm và sáp nhập một công ty khác ? Bạn bình luận như thế nào về ý kiến cho rằng thâu tóm công ty khác có thể làm tăng EPS của công ty sau khi sáp nhập ?
4. Một trong những lý do quan trọng khiến một công ty nỗ lực thâu tóm công ty khác là khả năng tạo ra được giá trị gia tăng (synergy) sau khi thâu tóm. Giá trị gia tăng là gì ? Nó có thể được tạo ra như thế nào ? Làm sao để xác định ? Cho ví dụ minh họa.
5. Thâu tóm công ty bằng tiền và thâu tóm công ty bằng cách trao đổi cổ phần khác nhau như thế nào ? Cho ví dụ minh họa.
6. Nếu công ty của bạn trở thành mục tiêu thâu tóm của một công ty khác, bạn nên chấp nhận và thương lượng sáp nhập hay nỗ lực ngăn cản việc thâu tóm ? Làm thế nào để có thể chống chọi lại ý đồ thâu tóm của công ty khác ? Lấy tình huống của Yahoo như vừa nêu ra trong tình huống Microsoft và Yahoo làm ví dụ thảo luận.

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1.

Giả sử bạn có thông tin như sau về hai công ty A và B có vốn hoàn toàn là vốn chủ sở hữu :

	Công ty A	Công ty B
Số cổ phần đang lưu hành	20.000	60.000
Giá mỗi cổ phần (nghìn đồng)	400	300

Công ty A đang xem xét mua công ty B. Ban quản lý công ty A ước lượng lợi ích gia tăng từ thương vụ mua công ty B khoảng chừng 2 tỷ đồng. Công ty B chỉ ra rằng sẽ chấp nhận giá mua bằng tiền của công ty A ở mức 350.000 đồng một cổ phần. Hỏi công ty A có nên mua công ty B ở mức giá này không ?

Bài giải :

Giá trị công ty A nhận được từ thương vụ mua công ty B bao gồm :

Giá trị công ty B trước khi sáp nhập :

300.000 x 60.000 = 18 tỷ đồng

Lợi ích gia tăng= 6 tỷ đồng

Tổng cộng = 18 + 2 = 20 tỷ đồng

Giá công ty B đòi công ty A trả :

350.000 x 60.000 = 21 tỷ đồng

Hiện giá thuần của thương vụ mua công ty :

20 – 21 = – 1 tỷ đồng

Do đó, công ty A không nên công ty B ở mức giá 350.000 đồng một cổ phần.

Bài 2 :

Giả sử bạn có thông tin như sau về hai công ty A và B có vốn hoàn toàn là vốn chủ sở hữu :

	Công ty A	Công ty B
Tổng thu nhập	3.000	1.100
Số cổ phần đang lưu hành	600	400
Giá mỗi cổ phần	70	15

Công ty A đang xem xét mua công ty B bằng cách trao đổi 100 cổ phần của mình lấy toàn bộ số cổ phần của công ty B. Chi phí của thương vụ sáp nhập này là bao nhiêu nếu giá trị công ty sáp nhập là 63.000 ? EPS và tỷ số PE của công ty A thay đổi thế nào sau sáp nhập ?

Bài giải :

Sau sáp nhập, tổng số cổ phần của công ty là :

$$600 + 100 = 700$$

Giá trị công ty sau sáp nhập = 63.000

Giá mỗi cổ phần = 63.000 / 700 = 90

Công ty B được bán với giá bằng 100 cổ phần của công ty A sau sáp nhập, chi phí của thương vụ sáp nhập bằng 100 x 90 = 9.000.

Tổng thu nhập sau khi sáp nhập = 3.000 + 1.100 = 4.100

Số cổ phần sau sáp nhập = 700

EPS sau sáp nhập = 4.100 / 700 = 5,86 tăng lên so với lúc chưa sáp nhập là 3.000 / 600 = 5.

Tỷ số PE trước khi sáp nhập = 70 / 5 = 14

Tỷ số PE sau khi sáp nhập = 90 / 5,86 = 15,36

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

TS đang phân tích khả năng thâu tóm công ty TK. Cả hai công ty hiện tại đều có nợ không đáng kể. TS tin rằng thương vụ thâu tóm này sẽ làm tăng dòng tiền sau thuế hàng năm của công ty lên được 2,8 triệu USD mãi mãi. Giá trị thị trường hiện tại của TK là 78 triệu USD và của TS là 135 triệu USD. TS đang xem xét quyết định nên mua TK bằng tiền ở mức giá 94 triệu USD hay bằng cổ phiếu theo đó cổ đông của TK được sở hữu 40% cổ phần của TS. Giả sử suất chiết khấu thích hợp cho dòng tiền tăng thêm là 10%. Hỏi :

a. Chi phí của thương vụ mua công ty TK theo mỗi phương án là bao nhiêu ?

b. Hiện giá thuần (NPV) của mỗi phương án là bao nhiêu ?

c. TS nên chọn phương án nào ?

Bài 2 :

Cổ đông của công ty BJ đang xem xét bỏ phiếu thông qua đề nghị đặt giá từ công ty SF. Thông tin về hai công ty này như sau :

	Công ty BJ	Công ty SF
Tỷ số PE	5.00	20
Số cổ phần đang lưu hành	60.000	170.000
Thu nhập	£300.000	£675.000

Cổ đông BJ sẽ nhận một cổ phần của SF đổi lại 3 cổ phần BJ họ đang nắm giữ. Hỏi :

a. EPS của SF sau khi sáp nhập là bao nhiêu ? Tỷ số PE là bao nhiêu nếu NPV của thương vụ sáp nhập bằng 0 ?

b. SF nghĩ rằng giá trị gia tăng của thương vụ sáp nhập hai công ty là bao nhiêu ?

Bài 3 :

Giả sử rằng công ty B và công ty T là hai công ty hiện có nợ không đáng kể và những thông tin khác về hai công ty này được tóm tắt như sau :

	Công ty B	Công ty T
Số cổ phần đang lưu hành	6.500	900
Giá mỗi cổ phần	$34	$24

Công ty B ước lượng rằng giá trị lợi ích có được từ việc mua công ty T là 3.000$.

a. Nếu công ty T được mua bằng tiền với giá là 30$ một cổ phần thì NPV của thương vụ sáp nhập là bao nhiêu ?

b. Với điều kiện như ở câu a, giá mỗi cổ phần của công ty sau sáp nhập là bao nhiêu ?

c. Giả sử công ty T đồng ý thương vụ sáp nhập bằng việc trao đổi cổ phần. Nếu công ty B ra giá trao đổi 3 cổ phần của nó cho 5 cổ phần của công ty T thì giá mỗi cổ phần sau sáp nhập là bao nhiêu ?

d. Với điều kiện như ở câu c, NPV của thương vụ sáp nhập là bao nhiêu ?

Bài 4:

So sánh hai phương án bán công ty T bằng tiền và bằng trao đổi cổ phần như đã nói ở bài 3, đứng trên góc độ cổ đông công ty T, phương án nào tốt hơn ? Tỷ lệ trao đổi cổ phần như thế nào thì cổ đông công ty T bàng quan giữa hai phương án bán công ty T ?

Chương 15

NHẬN DẠNG VÀ ĐO LƯỜNG CÁC LOẠI RỦI RO TÀI CHÍNH

■ MỤC TIÊU :

Chương này trình bày các loại rủi ro thường gặp trong hoạt động của doanh nghiệp. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Hiểu và nhận dạng được các loại rủi ro bao gồm rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá trong hoạt động của doanh nghiệp.
2. Nhận dạng sâu xa hơn rủi ro tỷ giá trong các hoạt động đầu tư, xuất nhập khẩu và tín dụng của doanh nghiệp.
3. Phân tích thái độ, tác động của rủi ro tỷ giá và những quyết định liên quan đến quản lý rủi ro tỷ giá.

1. ĐỊNH NGHĨA VÀ ĐO LƯỜNG RỦI RO

Rủi ro (risk) là một sự không chắc chắn (uncertainty) hay một tình trạng bất ổn. *Tuy nhiên,* không phải bất cứ sự không chắc chắn nào cũng là rủi ro. Chỉ có những tình trạng không chắc chắn nào có thể ước đoán được xác suất xảy ra mới được xem là rủi ro. Những tình trạng không chắc chắn nào chưa từng xảy ra và không thể ước đoán được xác suất xảy ra được xem là sự bất trắc, chứ không phải là rủi ro. Cách định nghĩa rủi ro trên đây giúp chúng ta có thể phân biệt được rủi ro và sự bất trắc nhưng không cho phép đo lường được rủi ro.

Để có thể đo lường, rủi ro được định nghĩa như là sự khác biệt giữa giá trị thực tế và giá trị kỳ vọng. Giá trị kỳ vọng chính là giá trị trung bình có trọng số của một biến nào đó với trọng số chính là xác suất xảy ra giá trị của biến đó. Sự khác biệt giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng được đo lường bởi độ lệch chuẩn. *Do vậy,* độ lệch chuẩn hay phương sai (bình phương của độ lệch chuẩn) chính là thước đo của rủi ro. Nói đến rủi ro tức là nói đến quan hệ giữa giá trị của một biến nào đó so với kỳ vọng của nó.

Giả sử bạn mua trái phiếu kho bạc để có được lợi nhuận là 8%. Nếu bạn giữ trái phiếu này đến cuối năm bạn sẽ được lợi nhuận là 8% trên khoản đầu tư của mình. Nếu bạn không mua trái phiếu mà dùng số tiền đó để mua cổ phiếu và giữ đến hết năm, bạn có thể có hoặc có thể không có được cổ tức như kỳ vọng. *Hơn nữa,* cuối năm giá cổ phiếu có thể lên và bạn được lời, giá cổ phiếu cũng có thể xuống khiến bạn bị lỗ. *Kết quả là* lợi nhuận thực tế bạn nhận được có thể khác xa so với lợi nhuận bạn kỳ vọng. Nếu rủi ro được định nghĩa là sự sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng thì trong trường hợp trên rõ ràng đầu tư vào trái phiếu có thể xem như không có rủi ro trong khi đầu tư vào cổ phiếu rủi ro hơn nhiều, vì xác suất hay khả năng sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng trong trường hợp mua trái phiếu thấp hơn trong trường hợp mua cổ phiếu.

Tóm lại, rủi ro là một sự không chắc chắn hay một tình trạng bất ổn. Rủi ro trong hoạt động doanh nghiệp nói chung có thể chia thành ba loại : rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá. *Trong những phần dưới đây,* chúng ta sẽ lần lượt nhận dạng từng loại rủi ro.

2. NHẬN DẠNG RỦI RO TÍN DỤNG

Tín dụng là sự chuyển nhượng quyền sử dụng vốn dưới hình thái tiền tệ hoặc hàng hóa từ chủ sở hữu sang người sử dụng trong một thời hạn nhất định với một chi phí nhất định. Sau thời hạn sử dụng đó, vốn phải được hoàn trả lại cho chủ sở hữu. Ở thời điểm chuyển nhượng quyền sử dụng vốn, chủ sở hữu không biết chắc người sử dụng vốn có hoàn trả được vốn vay hay không. Chính sự không chắc chắn này là rủi ro tín dụng. *Rủi ro tín dụng (credit risk) là loại rủi ro phát sinh do khách nợ không còn khả năng chi trả.*

- Trong hoạt động của doanh nghiệp, rủi ro tín dụng phát sinh khi doanh nghiệp bán chịu hàng hóa, thể hiện ở khả năng khách hàng mua chịu có thể thất bại trong việc trả nợ.
- Trong hoạt động ngân hàng, rủi ro tín dụng xảy ra khi khách hàng vay nợ có thể mất khả năng trả nợ một khoản vay nào đó. *Lưu ý rằng* trong hoạt động tín dụng, khi ngân hàng thực hiện nghiệp vụ cấp tín dụng thì đó mới chỉ là một giao dịch chưa hoàn thành. Giao dịch tín dụng chỉ được xem là hoàn thành khi nào ngân hàng thu hồi về được khoản tín dụng gồm

cả gốc và lãi. Một khoản tín dụng không bao giờ hoàn thành được xem là rủi ro tín dụng.

3. NHẬN DẠNG RỦI RO LÃI SUẤT

Rủi ro lãi suất là loại rủi ro do sự biến động của lãi suất gây ra. Loại rủi ro này phát sinh trong quan hệ tín dụng của các tổ chức tín dụng theo đó tổ chức tín dụng có những khoản đi vay hoặc cho vay theo lãi suất thả nổi. Nếu ngân hàng đi vay theo lãi suất thả nổi, khi lãi suất thị trường tăng khiến chi phí trả lãi của ngân hàng tăng theo. *Ngược lại,* nếu ngân hàng cho vay theo lãi suất thả nổi, khi lãi suất thị trường xuống thấp khiến thu nhập lãi cho vay của ngân hàng giảm theo. Rủi ro lãi suất phát sinh khi ngân hàng không khớp được giữa lãi suất thu được từ tài sản sinh lãi và lãi suất chi ra cho nguồn vốn phải trả lãi. Rủi ro lãi suất đặc biệt quan trọng khi ngân hàng huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu, hoặc đầu tư tài chính khá lớn và theo lãi suất thị trường.

Tương tự, dù không thường xuyên bằng ngân hàng, hoạt động của các doanh nghiệp là khách hàng của ngân hàng cũng có thể có rủi ro lãi suất nếu doanh nghiệp không khớp được giữa lãi suất thu về và chi ra từ hoạt động tài chính.

Ngoài ra, hoạt động đầu tư tài chính của doanh nghiệp cũng tìm ẩn rủi ro lãi suất rất lớn. Rủi ro lãi suất trong hoạt động đầu tư, đặc biệt là đầu tư vào các tài sản tài chính có thu nhập cố định như tín phiếu và trái phiếu các loại, thể hiện ở chỗ giá cả của các tài sản này thay đổi khi lãi suất thay đổi.

Trong chương này, chúng ta chỉ dừng lại ở chỗ nhận dạng rủi ro lãi suất trong hoạt động của doanh nghiệp nói chung. Chương sau sẽ xem xét chi tiết hơn nguồn gốc phát sinh và những kỹ thuật phòng ngừa rủi ro khi lãi suất biến động.

4. NHẬN DẠNG RỦI RO TỶ GIÁ

Rủi ro tỷ giá là rủi ro phát sinh do sự biến động của tỷ giá làm ảnh hưởng đến giá trị kỳ vọng trong tương lai. Rủi ro tỷ giá có thể phát sinh trong nhiều hoạt động khác nhau của doanh nghiệp. *Nhưng nhìn chung* bất cứ hoạt động nào mà dòng tiền vào (inflows) phát sinh bằng một loại đồng tiền trong khi dòng tiền ra (outflows) phát sinh

một loại đồng tiền khác đều chứa đựng nguy cơ rủi ro tỷ giá. thể hiện ở chỗ khi tỷ giá thay đổi làm cho dòng tiền thay đổi theo.

Do rủi ro tỷ giá là vấn đề khá phức tạp và có thể phát sinh trong nhiều loại hoạt động khác nhau của doanh nghiệp, các phần tiếp theo của mục này sẽ đi sâu hơn về nhận dạng rủi ro tỷ giá trong từng hoạt động cụ thể.

4.1. Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp :

Rủi ro tỷ giá là rủi ro phát sinh do sự biến động tỷ giá làm ảnh hưởng đến giá trị kỳ vọng trong tương lai. Rủi ro tỷ giá có thể phát sinh trong nhiều hoạt động khác nhau của doanh nghiệp. Nhưng nhìn chung bất cứ hoạt động nào mà ngân lưu thu vào (inflows) phát sinh bằng một loại đồng tiền *trong khi* ngân lưu chi ra (outflows) phát sinh một loại đồng tiền khác đều chứa đựng nguy cơ rủi ro tỷ giá. *Trong phạm vi chương này,* chúng ta chỉ tập trung nhận dạng rủi ro tỷ giá phát sinh trong các hoạt động chủ yếu của doanh nghiệp bao gồm hoạt động đầu tư, hoạt động xuất nhập khẩu và hoạt động tín dụng.

4.1.1. Nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư :

Rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư thường phát sinh đối với công ty đa quốc gia (multinational corporations) hoặc đối với các nhà đầu tư tài chính có danh mục đầu tư đa dạng hóa trên bình diện quốc tế. *Có thể nói* cả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp đều chịu ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá. Ví dụ 1 dưới đây minh họa cách nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với hoạt động đầu tư trực tiếp.

***Ví dụ 1 :* Nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư trực tiếp.**

Unilever và P&G là những công ty đa quốc gia đã có mặt ở Việt Nam rất sớm. Khi đầu tư vào Việt Nam, Unilever phải bỏ vốn ra bằng ngoại tệ (USD) để thiết lập nhà máy, nhập khẩu nguyên vật liệu cho sản xuất. Phần lớn sản phẩm sản xuất đều là sản phẩm tiêu dùng trên thị trường Việt Nam và đương nhiên doanh thu bằng VND. Nếu như đại bộ phận chi phí của Unilever phát sinh bằng ngoại tệ (ngoại trừ tiền lương cho nhân công và cán bộ quản lý Việt Nam), trong khi doanh thu đại bộ phận bằng VND (ngoại trừ doanh thu xuất khẩu sang nước thứ ba) thì Unilever phải đối mặt thường xuyên với rủi ro tỷ giá. Nếu USD lên giá so với VND thì chi phí sản xuất gia tăng tương đối so với

doanh thu. Chẳng hạn nếu trước đây tỷ giá USD/VND = 15.500, hàng năm chi phí nhập khẩu nguyên liệu của Unilever là 1 triệu USD, tương đương với 15,5 tỷ VND. Bây giờ tỷ giá USD/VND = 15.850 thì chi phí nhập khẩu nguyên liệu quy ra VND là 15,85 tỷ VND, tăng lên 350 đồng mỗi USD nhập khẩu. Điều này khiến cho chi phí sản xuất tăng thêm 350 triệu đồng.

Sự gia tăng này trong chừng mực nào đó làm cho lợi nhuận giảm đi nhưng nghiêm trọng hơn có thể làm đảo lộn kết quả kinh doanh. Ngoài ra, lợi nhuận hàng năm của công ty tích lũy được bằng VND. Đến khi chuyển lợi nhuận về nước, nhà đầu tư phải chuyển từ VND sang ngoại tệ. Tỷ giá lúc chuyển đổi là bao nhiêu ? Chỗ này cũng tìm ẩn rủi ro tỷ giá.

Bên cạnh ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư trực tiếp như vừa phân tích, rủi ro tỷ giá cũng có thể ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư gián tiếp, tức là đầu tư trên thị trường tài chính. Ví dụ 2 dưới đây minh họa cách nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư tài chính hay đầu tư gián tiếp.

***Ví dụ 2 :* Nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư gián tiếp.**

Một nhà đầu tư Hongkong vừa rút vốn đầu tư 500.000 USD khỏi thị trường Mỹ do lãi suất USD giảm và tình hình kinh tế Mỹ không mấy khả quan. Giả sử bây giờ do hưởng ứng lời kêu gọi và khuyến khích đầu tư của Chính phủ Việt Nam, nhà đầu tư muốn đầu tư mua cổ phiếu SAM. Giá thị trường của SAM hiện tại là 30.000 VND/cổ phiếu và tỷ giá USD/VND = 15.400. *Như vậy,* với 500 nghìn USD nhà đầu tư có thể mua được (500.000 x 15.400) / 30.000 = 256.666 cổ phiếu.

Giả sử, một năm sau nhà đầu tư vì lý do nào đó muốn bán cổ phiếu SAM để rút vốn về đầu tư nơi khác. Lúc này giá cổ phiếu SAM tăng đến 31.000 VND/cổ phiếu trong khi giá USD cũng tăng so với VND lên đến 16.000 VND/USD. Nhà đầu tư bán 256.666 cổ phiếu SAM được 31.000 x 256.666 = 7.956.646.000 VND. Với số VND bán cổ phiếu này, nhà đầu tư mua được 7.956.646.000/16.000 = 497.290,38 USD. Số USD nhà đầu tư rút về bây giờ sẽ thấp hơn vốn đầu tư ban đầu 2.709,62 USD mặc dù giá cổ phiếu SAM tăng 1.000 VND !

Trong trường hợp này, nhà đầu tư tổn thất 2.709,62USD (*giả sử* bỏ qua cổ tức nhà đầu tư nhận được sau một năm). Sự tổn thất này

do biến động tỷ giá gây ra vì giá cổ phiếu SAM tăng 1.000 đồng không đủ bù đắp sự mất giá của VND. Liệu sự mất giá của VND có thu hút được vốn đầu tư nước ngoài và làm cho thị trường chứng khoán Việt Nam sôi động hơn không ? Đây là vấn đề khiến cho rủi ro tỷ giá đáng được quan tâm.

4.1.2. Nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động xuất nhập khẩu :

Có thể nói rủi ro tỷ giá trong hoạt động xuất nhập khẩu là loại rủi ro tỷ giá thường xuyên gặp phải và đáng lo ngại nhất đối với các công ty có hoạt động xuất nhập khẩu mạnh. Sự thay đổi tỷ giá ngoại tệ so với nội tệ làm thay đổi giá trị kỳ vọng của các khoản phải thu hoặc phải trả bằng ngoại tệ trong tương lai. Điều này khiến cho hiệu quả hoạt động xuất nhập khẩu bị ảnh hưởng đáng kể và nghiêm trọng hơn có thể làm đảo lộn kết quả kinh doanh. *Mặc dù trên thực tế,* một công ty có thể vừa hoạt động xuất khẩu vừa hoạt động nhập khẩu, *nhưng* để dễ dàng hình dung và tiện phân tích, chúng ta nhận dạng rủi ro tỷ giá một cách riêng biệt đối với từng loại hợp đồng xuất khẩu và nhập khẩu.

Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với hoạt động xuất khẩu

Trong hoạt động xuất khẩu, vì lý do cạnh tranh và nhiều lý do khác khiến doanh nghiệp thường xuyên bán hàng trả chậm trong một khoảng thời gian nhất định. Ở thời điểm ký kết hợp đồng, tỷ giá ngoại tệ so với VND đã biết. Nhưng đến thời điểm thanh toán, tỷ giá như thế nào doanh nghiệp chưa biết. Đơn giản là vì điều này chưa xảy ra. Chính sự chưa biết rõ tỷ giá này tiềm ẩn rủi ro tỷ giá. Ví dụ 3 dưới đây minh họa cách nhận dạng rủi ro tỷ giá khi doanh nghiệp ký kết một hợp đồng xuất khẩu.

***Ví dụ 3 :* Nhận dạng rủi ro tỷ giá khi doanh nghiệp ký hợp đồng xuất khẩu.**

Giả sử ngày 04/08 công ty Sagonimex đang thương lượng ký kết hợp đồng xuất khẩu trị giá 200.000 USD. Hợp đồng sẽ đến hạn thanh toán sáu tháng sau kể từ ngày ký hợp đồng. Ở thời điểm thương lượng hợp đồng, tỷ giá USD/VND = 15.888 trong khi tỷ giá ở thời điểm thanh toán chưa biết vì chưa đến hạn. Sự không chắc chắn của tỷ giá USD/VND vào thời điểm thanh toán khiến cho hợp đồng xuất khẩu của Sagonimex chứa đựng rủi ro tỷ giá.

Nếu đến hạn thanh toán, USD tiếp tục lên giá so với VND thì bên cạnh lợi nhuận do hoạt động xuất khẩu đem lại, công ty còn kiếm thêm được khoản lợi nhuận tăng thêm do USD lên giá so với VND. *Ngược lại,* nếu đến hạn thanh toán, USD xuống giá so với VND thì doanh thu kỳ vọng bằng VND của hợp đồng xuất khẩu trên giảm đi.

Sự sụt giảm này làm cho lợi nhuận kỳ vọng từ hợp đồng xuất khẩu giảm đi, nghiêm trọng hơn có thể khiến cho hợp đồng trở nên lỗ nếu như sự sụt giá USD quá mạnh. *Chẳng hạn,* vào ngày thanh toán nếu USD/VND = 15.788 thì cứ mỗi USD xuất khẩu công ty tổn thất 100 VND do USD xuống giá. Toàn bộ hợp đồng trị giá 200.000 USD, công ty bị thiệt hại 100 x 200.000 = 2 triệu VND.

Sự thiệt hại này không lớn lắm trong phạm vi một hợp đồng, nhưng nếu tính chung trong toàn bộ hoạt động xuất khẩu, công ty có đến hàng trăm hợp đồng như vậy, thiệt hại sẽ lớn đáng kể. *Hơn nữa,* sự sụt giảm giá trị ngoại tệ có thể mạnh hơn *và, do đó,* sự thiệt hại có thể lớn hơn nữa.

Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với hoạt động nhập khẩu

Trong hoạt động nhập khẩu, vì lý do thiếu hụt vốn và nhiều lý do khác khiến doanh nghiệp thường xuyên nhập khẩu hàng trả chậm trong một khoảng thời gian nhất định. Ở thời điểm ký kết hợp đồng, tỷ giá ngoại tệ so với VND đã biết. Nhưng đến thời điểm thanh toán, tỷ giá như thế nào doanh nghiệp chưa biết. *Đơn giản là vì* điều này chưa xảy ra. Chính sự chưa biết rõ tỷ giá này tiềm ẩn rủi ro tỷ giá. Ví dụ 4 dưới đây minh họa cách nhận dạng rủi ro tỷ giá khi doanh nghiệp ký kết một hợp đồng nhập khẩu.

***Ví dụ 4 :* Nhận dạng rủi ro tỷ giá khi doanh nghiệp ký hợp đồng nhập khẩu.**

Giả sử ngày 04/08 công ty Cholonimex đang thương lượng ký kết hợp đồng nhập khẩu trị giá 200.000 USD. Hợp đồng sẽ đến hạn thanh toán sáu tháng sau kể từ ngày ký hợp đồng. Ở thời điểm thương lượng hợp đồng, tỷ giá USD/VND = 15.888 trong khi tỷ giá ở thời điểm thanh toán chưa biết. Sự không chắc chắn của tỷ giá USD/VND vào thời điểm thanh toán khiến cho hợp đồng nhập khẩu của Cholonimex chứa đựng rủi ro tỷ giá.

Nếu đến hạn thanh toán, USD xuống giá so với VND thì bên cạnh lợi nhuận do hoạt động nhập khẩu đem lại, công ty còn kiếm thêm được khoản lợi nhuận tăng thêm do USD xuống giá so với VND làm cho chi phí nhập khẩu giảm tương đối. Ngược lại, nếu đến hạn thanh toán USD lên giá so với VND thì chi phí nhập khẩu kỳ vọng bằng VND của hợp đồng nhập khẩu trên tăng lên.

Sự gia tăng chi phí này làm cho lợi nhuận kỳ vọng từ hợp đồng nhập khẩu giảm đi thậm chí khiến cho hợp đồng có thể trở nên lỗ nếu như sự lên giá USD quá mạnh. Chẳng hạn, vào ngày thanh toán nếu USD/VND = 15.988 thì cứ mỗi USD nhập khẩu làm cho chi phí gia tăng 100 VND so tỷ giá lúc thương lượng hợp đồng. Toàn bộ hợp đồng trị giá 200.000 USD, công ty bị thiệt hại 100 x 200.000 = 2 triệu VND.

Sự thiệt hại này không lớn lắm trong phạm vi một hợp đồng, nhưng nếu tính chung trong toàn bộ hoạt động nhập khẩu, công ty có đến hàng trăm hợp đồng như vậy hoặc hợp đồng có giá trị lớn hơn, thiệt hại sẽ lớn đáng kể. Hơn nữa, sự gia tăng giá trị ngoại tệ có thể mạnh hơn và, do đó, sự thiệt hại có thể lớn hơn nữa.

4.1.3. Nhận dạng rủi ro tỷ giá trong hoạt động tín dụng :

Bên cạnh rủi ro tỷ giá trong hoạt động đầu tư và xuất nhập khẩu như vừa nhận dạng trên đây, hoạt động tín dụng cũng chứa đựng rủi ro tỷ giá rất lớn. Điều này đặc biệt thể hiện rõ trong hoạt động tín dụng bằng ngoại tệ của các ngân hàng thương mại. Đứng trên góc độ doanh nghiệp, việc vay vốn bằng ngoại tệ cũng bị ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá. *Chẳng hạn,* thời điểm Ngân hàng Dự Trữ Liên Bang Mỹ đã hạ lãi suất xuống mức thấp chỉ còn 1,25%/năm là cơ hội hiếm có cho các doanh nghiệp Việt Nam có thể vay vốn ngoại tệ với chi phí rẻ. *Tuy nhiên,* nếu vay USD trong thời gian tương đối dài với số lượng lớn, doanh nghiệp cần lưu ý tác động của yếu tố rủi ro tỷ giá. Ví dụ 5 dưới đây minh họa cách nhận dạng rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp lẫn của ngân hàng trong hoạt động tín dụng.

***Ví dụ 5 :* Nhận dạng rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp và của ngân hàng trong hoạt động tín dụng.**

Công ty Giadimex đang thương lượng vay vốn tài trợ xuất khẩu của Sacombank số tiền 3 triệu USD để thu mua và chế biến cà phê xuất khẩu. Do lãi suất USD trên thị trường giảm nên Sacombank đồng ý

cho Giadimex vay với lãi suất 3%/năm trong thời hạn 6 tháng. Ở thời điểm vay vốn, tỷ giá USD/VND = 15.381. Sáu tháng sau khi nợ đáo hạn, tỷ giá USD/VND là bao nhiêu công ty chưa biết, do đó, công ty đối mặt với rủi ro tỷ giá nếu ký kết hợp đồng vay vốn này.

Công ty ước tính, sáu tháng sau phải trả nợ cả gốc và lãi là 3(1+ 0,03 x 6/12) = 3,045 triệu USD. Với tỷ giá hiện tại công ty phải bỏ ra 3,045 x 15.381 = 46.835,145 triệu VND trả nợ và lãi. Nhưng nếu sáu tháng sau tỷ giá USD/VND = 15.481 thì cứ mỗi USD phải trả công ty phải bỏ thêm 100VND, tổng chi phí trả nợ và iãi sẽ lên đến 3,045 x 15.481 = 47.139,645 triệu VND, tăng 47.139,645 - 46.835,145 = 304,5 triệu VND so với ước tính.

Trong quan hệ tín dụng trên, không chỉ có doanh nghiệp, ngân hàng cũng đối mặt với rủi ro tỷ giá. Trong ví dụ, sáu tháng sau, ngân hàng thu nợ khoản cho vay cả gốc và lãi là 3,045 triệu USD, nhưng tỷ giá USD/VND lúc này là bao nhiêu ngân hàng cũng chưa biết, do đó, ngân hàng cũng đối mặt với rủi ro tỷ giá nếu ký kết hợp đồng cho vay này. Thế nhưng khác với doanh nghiệp, rủi ro tỷ giá của ngân hàng thể hiện ở khả năng USD/VND giảm, trong khi rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp thể hiện ở khả năng USD/VDN tăng. Việc tỷ giá USD/VND sáu tháng sau sẽ tăng hay giảm không ai có thể biết được. Nếu biết được, đã không còn rủi ro.

Tóm lại, trong bất kỳ hoạt động nào của doanh nghiệp có liên quan đến ngoại tệ khiến cho dòng tiền thu về và chi ra phát sinh không cùng một loại tiền đều chứa đựng rủi ro tỷ giá. Rủi ro này nhiều hay ít, đáng kể hay không tùy thuộc vào (1) mức độ biến động tỷ giá lớn hay nhỏ, (2) trị giá hợp đồng hay trị giá các khoản thu chi lớn hay nhỏ.

4.2. Tác động của rủi ro tỷ giá :

Phần trước đã nhận dạng và chỉ ra nguồn gốc phát sinh rủi ro tỷ giá trong hoạt động của doanh nghiệp. Phần này sẽ chỉ ra những ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá đến hoạt động của doanh nghiệp, trên cơ sở đó, sẽ nêu bật lên sự cần thiết phải phòng ngừa rủi ro tỷ giá. *Nhìn chung,* rủi ro tỷ giá có ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp thể hiện ở các khía cạnh sau : (1) tác động đến năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp, (2) tác động đến khả năng chịu đựng tài chính của doanh nghiệp.

4.2.1. Tác động đến năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp :

Sức cạnh tranh của doanh nghiệp tập trung ở khả năng quyết định giá cả của doanh nghiệp so với đối thủ trên thị trường. Hoạt động trong điều kiện có rủi ro tỷ giá tác động, doanh nghiệp luôn phải đối phó với tổn thất ngoại hối, bằng cách nâng giá bán để trang trải tổn thất nếu xảy ra. Điều này làm cho giá cả của doanh nghiệp trở nên kém hấp dẫn và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp giảm sút. *Trong phần trước,* chúng ta đã nhận dạng nguồn gốc phát sinh rủi ro tỷ giá trong các hoạt động của doanh nghiệp bao gồm hoạt động xuất nhập khẩu, hoạt động đầu tư và hoạt động tín dụng. *Nhìn chung,* rủi ro tỷ giá phát sinh trong hoạt động của doanh nghiệp có thể gây ra ba loại tổn thất ngoại hối : (1) Tổn thất giao dịch, (2) Tổn thất kinh tế, (3) Tổn thất chuyển đổi kế toán[1].

Tổn thất giao dịch (Transaction exposure)

Tổn thất giao dịch phát sinh khi có các khoản phải thu hoặc phải trả bằng ngoại tệ. *Chẳng hạn,* hoạt động xuất nhập khẩu và hoạt động tín dụng như vừa phân tích trên đây là những dạng điển hình của tổn thất giao dịch. Tổn thất trong giao dịch, do đó, có thể chia thành tổn thất giao dịch các khoản phải thu ngoại tệ và tổn thất giao dịch các khoản phải trả ngoại tệ.

Tổn thất các khoản phải thu ngoại tệ là tổn thất phát sinh khi giá trị quy ra nội tệ thu về sụt giảm do ngoại tệ xuống giá so với nội tệ. Tổn thất các khoản phải thu có thể phát sinh từ những hoạt động sau đây :

- Hoạt động xuất khẩu thu ngoại tệ.
- Cho vay ngoại tệ.
- Thu đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp bằng ngoại tệ về từ nước ngoài.
- Thu lãi vay bằng ngoại tệ.
- Nhận cổ tức đầu tư bằng ngoại tệ.

Tổn thất các khoản phải trả ngoại tệ là tổn thất phát sinh khi giá trị quy ra nội tệ chi ra tăng lên do ngoại tệ lên giá so với nội tệ. Tổn thất các khoản phải trả có thể phát sinh từ những hoạt động sau đây :

(1) Shapiro, A., (1999), Multinational Financial Management, Prentice-Hall.
Moosa, A. I., (1998), International Finance, McGraw-Hill.

- Hoạt động nhập khẩu phải chi trả bằng ngoại tệ.
- Trả nợ vay ngoại tệ.
- Đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp ra nước ngoài bằng ngoại tệ.
- Trả lãi vay bằng ngoại tệ.
- Trả cổ tức đầu tư bằng ngoại tệ.

Tổn thất giao dịch ngoại hối lớn hay nhỏ tùy thuộc vào hai biến : (1) Giá trị tài sản tính bằng ngoại tệ, và (2) mức độ thay đổi tỷ giá. Do đó, nếu gọi :

- ΔV là tổn thất ngoại hối.
- ΔS là mức độ thay đổi tỷ giá, $\Delta S = S_t - S_o$, trong đó S_t, S_o lần lượt là tỷ giá ở thời điểm t và thời điểm gốc.
- V là giá trị tài sản tính bằng ngoại tệ.

thì chúng ta có hàm tổn thất giao dịch ngoại hối như sau : $\Delta V = V.\Delta S$. Đây là một hàm bậc nhất có dạng $y = ax$ trong đó V chính là hệ số góc, dùng để đo lường mức độ tổn thất giao dịch ngoại hối.

Tổn thất kinh tế (Economic exposure)

Tổn thất kinh tế là tổn thất phát sinh do sự thay đổi của tỷ giá làm ảnh hưởng đến ngân lưu quy ra nội tệ hoặc ngoại tệ của doanh nghiệp. Tổn thất kinh tế xảy ra tương tự như tổn thất giao dịch, chỉ khác biệt ở chỗ nó là những khoản tổn thất không xuất phát từ các khoản phải thu hoặc phải trả có hợp đồng rõ ràng mà từ ngân lưu hoạt động của doanh nghiệp. *Chẳng hạn,* sự lên giá của nội tệ làm sụt giảm doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp, do hàng xuất khẩu bây giờ trở nên đắt đỏ hơn đối với người tiêu dùng nước ngoài. *Hoặc giả,* chi phí đầu vào của doanh nghiệp gia tăng do ngoại tệ lên giá so với nội tệ khi đại đa số nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất từ nguồn nhập khẩu. Tổn thất kinh tế nói chung liên quan đến vị thế cạnh tranh tương đối của doanh nghiệp, *theo đó* do ảnh hưởng của biến động tỷ giá khiến cho khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp giảm sút và làm ảnh hưởng đến ngân lưu hoạt động nói chung của doanh nghiệp. Không giống như tổn thất giao dịch, tổn thất kinh tế thường không thể kế hoạch hóa hay dự báo chính xác được.

Trở lại với hàm số xác định tổn thất giao dịch ngoại hối, chúng ta thấy rằng : đối với tổn thất giao dịch thì V là hằng số đã được cam kết trong hợp đồng, trong khi đối với tổn thất kinh tế thì V thay đổi, tùy theo ngân lưu hoạt động của doanh nghiệp. *Do đó,* tổn thất kinh tế có thể xác định theo công thức sau :

$$\Delta V = CF_t.\Delta S_t$$

Trong đó :

- ΔV là tổn thất ngoại hối kinh tế.
- CF_t là ngân lưu của doanh nghiệp ở thời điểm t.
- ΔS_t là mức độ thay đổi tỷ giá, $\Delta S_t = S_t - S_o$, trong đó S_t, S_o lần lượt là tỷ giá ở thời điểm t và thời điểm gốc.

Tổn thất kinh tế rõ ràng là khó xác định và ước lượng hơn tổn thất giao dịch, do nó phụ thuộc vào cả hai biến cùng thay đổi là CF_t và ΔS_t.

Tổn thất chuyển đổi (Translation exposure)

Tổn thất chuyển đổi là tổn thất phát sinh do thay đổi tỷ giá khi sáp nhập và chuyển dổi tài sản, nợ, lợi nhuận ròng và các khoản mục khác của các báo cáo tài chính từ đơn vị tính toán ngoại tệ sang đơn vị nội tệ. Về kinh tế, giá trị của doanh nghiệp hoàn toàn giống nhau ở hai quốc gia, nhưng khi chuyển đổi, do tác động của sự thay đổi tỷ giá, nên giá trị doanh nghiệp có thể khác nhau. Tuy nhiên, trong phạm vi xem xét ở đây không quan tâm lắm đến tổn thất chuyển đổi vì thực tiễn loại tổn thất này ít khi phát sinh trong hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam.

Tóm lại, rủi ro tỷ giá là rủi ro do sự thay đổi của tỷ giá có thể gây ra tổn thất cho doanh nghiệp. Ba loại tổn thất gắn liền với hoạt động của doanh nghiệp là tổn thất giao dịch, tổn thất kinh tế và tổn thất chuyển đổi hay tổn thất kế toán. Ngoài những tổn thất này, rủi ro tỷ giá còn gây ra sự bất ổn cho hoạt động của doanh nghiệp, *từ đó,* có thể tác động chung đến rủi ro của doanh nghiệp và làm cho giá trị doanh nghiệp sụt giảm. Phần kế đến sẽ xem xét những bất ổn này.

4.2.2. Tác động đến khả năng chịu đựng tài chính của doanh nghiệp :

Tác động bất ổn đến hoạt động doanh nghiệp

Rủi ro tỷ giá tác động đến việc hoạch định tài chính doanh nghiệp thường thấy trong khi phân tích và xem xét dự án đầu tư mà ngân lưu kỳ vọng chịu ảnh hưởng bởi sự biến động của tỷ giá ngoại hối trong tương lai. *Chẳng hạn,* chúng ta xem xét quyết định có đầu tư hay không vào một dự án mở rộng sản xuất hàng xuất khẩu. Một trong những chỉ tiêu đánh giá xem có nên đầu tư hay không vào dự án này là hiện giá ròng NPV. Công thức chung để tính NPV như sau :

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Trong đó :

- CF_t là dòng tiền ròng ở thời điểm t.
- WACC là chi phí huy động vốn trung bình.
- n là số năm hoạt động của dự án.

Dòng tiền ròng kỳ vọng được xác định từ doanh thu và chi phí. Doanh thu xuất khẩu chịu tác động của tỷ giá hối đoái, *do đó,* dòng tiền ròng CF_t phụ thuộc vào tỷ giá. Tỷ giá thay đổi làm thay đổi dòng tiền ròng từ đó làm ảnh hưởng đến NPV và ảnh hưởng đến việc hoạch định đầu tư vốn của doanh nghiệp.

Tác động đến sự tự chủ tài chính của doanh nghiệp

Như đã phân tích rủi ro tỷ giá mang đến sự tổn thất cho doanh nghiệp thông qua tác động đến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài trợ. Sự tổn thất này cuối cùng tác động đến khả năng chịu đựng tài chính của doanh nghiệp. Sự chịu đựng tài chính của doanh nghiệp ở đây được xác định và đo lường bởi sự tự chủ về tài chính. *Trong tài chính công ty,* chúng ta đã biết sự tự chủ tài chính được xác định bởi tỷ số vốn chủ sở hữu trên nợ hoặc trên tổng tài sản. Khi có rủi ro tỷ giá, doanh nghiệp đối mặt với tổn thất làm cho giá trị phần vốn chủ sở hữu trở nên bất ổn và có nguy cơ sụt giảm khiến cho tỷ số chủ động về tài chính giảm theo. Điều này đặc biệt nghiêm trọng đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ, doanh nghiệp mà quy mô vốn không lớn lắm, đôi khi sự tổn thất ngoại hối nếu quá nghiêm trọng có thể làm điêu đứng doanh nghiệp.

Tác động đến giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp ở đây được đo lường bởi giá trị thị trường. Đối với các công ty cổ phần niêm yết hoặc chưa niêm yết, giá trị thị trường của doanh nghiệp phản ảnh bởi giá trị của cổ phiếu trên thị trường. Những doanh nghiệp nào hoạt động sản xuất kinh doanh thường xuyên chịu tác động của rủi ro tỷ giá thì giá trị của doanh nghiệp cũng bị ảnh hưởng bởi sự biến động của tỷ giá. Điều này cũng dễ hiểu bởi sự biến động của tỷ giá có tác động làm thay đổi dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp, qua đó, làm thay đổi giá trị doanh nghiệp. *Trong tài chính công ty,* chúng ta biết rằng giá trị của doanh nghiệp được xác định bằng hiện giá dòng tiền ròng kỳ vọng của doanh nghiệp, theo công thức như sau :

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1 + r)^t}$$

trong đó CF_t là dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp và r là suất chiết khấu thích hợp dùng để xác định hiện giá của dòng tiền kỳ vọng. Suất chiết khấu r phản ánh rủi ro trong hoạt động của doanh nghiệp. Do rủi ro tỷ giá khiến cho dòng tiền của doanh nghiệp trở nên bất ổn(1). Để phản ứng lại sự bất ổn này nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán phải tăng suất chiết khấu r khiến cho giá trị doanh nghiệp giảm(2).

4.3. Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với hoạt động ngân hàng :

Phần 4.1 đã phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp. Đứng trên góc độ ngân hàng thương mại, cũng cần quan tâm đến phân tích và chỉ ra nguồn gốc phát sinh cùng như những tác động của rủi ro tỷ giá đến hoạt động của doanh nghiệp. *Có như thế* mới có thể tư vấn và thuyết phục được doanh nghiệp sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá do ngân hàng cung cấp. Chúng ta thấy doanh nghiệp có thể thương lượng các hợp đồng giao dịch phái sinh

(1) Pritamani, M., Shome D., and Singal V., (2005), Exchange Rate Exposure of Exporting and Importing Firms, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 17, No. 3.

(2) Có nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở các nước phát triển đã kiểm định thành công và cho thấy có mối quan hệ trái chiều giữa rủi ro tỷ giá và giá trị doanh nghiệp. Nghĩa là rủi ro tỷ giá càng tăng thì giá trị doanh nghiệp càng giảm

với ngân hàng thương mại (NHTM) để phòng ngừa tổn thất ngoại hối. Đến lượt ngân hàng thương mại, rủi ro tỷ giá có thể phát sinh và đo lường như thế nào ?

Hầu hết các dịch vụ ngân hàng thương mại hình thành nên tài sản nợ, tài sản có hay các khoản thanh toán bằng ngoại tệ đều chịu ảnh hưởng của rủi ro và tổn thất ngoại hối. Rủi ro tỷ giá của NHTM có thể phát sinh qua những hoạt động dưới đây :

- Hợp đồng với khách hàng nội địa liên quan đến tài sản có, tài sản nợ và các giao dịch ngoại bảng bằng ngoại tệ.
- Hợp đồng với khách hàng nước ngoài liên quan đến tài sản có, tài sản nợ và các giao dịch ngoại bảng bằng ngoại tệ hay nội tệ.
- Mua và bán ngoại tệ (giao ngay và kỳ hạn) với khách hàng hoặc cung cấp dịch vụ phòng ngừa tổn thất ngoại hối cho khách hàng.
- Giao dịch ngoại tệ trên tài khoản riêng của NHTM, chẳng hạn như giao dịch kinh doanh ngoại tệ của ngân hàng trên thị trường quốc tế.

Thế nhưng bất luận giao dịch gì phát sinh như thế nào, *suy cho cùng* các giao dịch này cũng hình thành nên các khoản phải thu và phải trả bằng ngoại tệ đối với ngân hàng thương mại, từ đó gây ra rủi ro tỷ giá. Rủi ro tỷ giá phát sinh như vừa phân tích trên đây có thể gây ra tổn thất cho NHTM khi tỷ giá thay đổi. *Tương tự* như doanh nghiệp, tổn thất ngoại hối trong giao dịch của NHTM có thể chia thành hai loại : tổn thất giao dịch (transaction exposure) và tổn thất kế toán (accounting exposure). Riêng tổn thất kinh tế ít thấy phát sinh trong hoạt động của NHTM. *Tuy nhiên,* trong phạm vi quyển sách này chúng ta chỉ xem xét tổn thất giao dịch, bởi vì tổn thất kế toán hầu như chưa phát sinh đối với NHTM Việt Nam, do ngân hàng Việt Nam chỉ hoạt động trong nước chứ chưa mở rộng hoạt động ra nước ngoài.

Khác với doanh nghiệp, giao dịch ngoại tệ của NHTM thường liên quan đến nhiều loại ngoại tệ khác nhau với kỳ hạn cũng khác nhau. Để quản lý được rủi ro tỷ giá và ngăn ngừa tổn thất, trước tiên, chúng ta nên xem xét tổn thất ngoại hối của NHTM theo từng loại kỳ hạn đối với từng loại ngoại tệ riêng biệt. *Tuy nhiên,* trên thực tế, giao dịch của NHTM liên quan đến nhiều loại ngoại tệ với nhiều loại kỳ hạn

khác nhau. *Do vậy,* tổn thất giao dịch (transaction exposure) có thể xem xét dưới hai góc độ : *tổn thất ròng giao dịch cùng thời hạn (net exposure) và tổn thất ròng giao dịch gộp (Net total exposure).* Đây là hai khái niệm căn bản cần làm rõ trong quản lý tổn thất ngoại hối của ngân hàng thương mại(1).

Tổn thất ròng giao dịch ngoại tệ cùng thời hạn đối với một loại ngoại tệ nào đó được xác định bằng chênh lệch giá trị giữa tài sản có và tài sản nợ, cộng với trạng thái ròng mua bán ngoại tệ đó, xét trong cùng một thời hạn nhất định. Về mặt toán học, tổn thất ròng giao dịch cùng thời hạn có thể xác định bằng công thức :

$$NE_i = (A_i - L_i) + (CL_i - CS_i)$$

Trong đó :

- A_i và L_i lần lượt là tài sản có và tài sản nợ tính bằng ngoại tệ i.
- CL_i và CS_i lần lượt là *trạng thái mua và bán* đối với ngoại tệ i.

Ngân hàng có *trạng thái ròng giao dịch ngoại tệ cùng thời hạn* dương khi $NE_i > 0$ và, ngược lại, ngân hàng có trạng thái ròng giao dịch ngoại tệ cùng thời hạn âm khi $NE_i < 0$. Nếu ngân hàng có trạng thái ròng giao dịch cùng thời hạn *dương* đối với một loại ngoại tệ nào đó thì khi ngoại tệ đó *xuống* giá so với nội tệ thì ngân hàng sẽ bị tổn thất ròng giao dịch với ngoại tệ đó(2). *Ngược lại,* nếu ngân hàng có trạng thái ròng giao dịch cùng thời hạn *âm* đối với một loại ngoại tệ nào đó thì khi ngoại tệ đó *lên* giá so với nội tệ thì ngân hàng sẽ bị tổn thất ròng giao dịch với ngoại tệ đó. *Chẳng hạn,* vào ngày 12/04, ngân hàng ABC có các giao dịch EUR cùng thời hạn 3 tháng như sau :

- Mua 300.000 EUR.
- Bán 200.000 EUR.

(1) Hogan, W., Avram,. K., Brown, C., Ralston, D., Skully, W., Hempel, G., Simonson, D., (1999), Management of Financial Institutions, John Wiley and Sons Australia Ltd. Co.

(2) Hogan, W., Avram,. K., Brown, C., Ralston, D., Skully, W., Hempel, G., Simonson, D., (1999), Management of Financial Institutions, John Wiley and Sons Australia Ltd. Co.

- Cho vay 420.000 EUR.

- Nhận gửi 350.000 EUR.

Với những giao dịch vừa kể trên, chúng ta có tổn thất ròng giao dịch EUR cùng thời hạn 3 tháng như sau : NE_{EUR} = (420.000 - 350.000) + (300.000 - 200.000) = 70.000 + 100.000 = 170.000 EUR. Với trạng thái dương EUR này, nếu ba tháng sau khi đến hạn EUR xuống giá so với nội tệ thì ngân hàng ABC sẽ bị tổn thất ròng đối với các giao dịch EUR trong cùng thời hạn 3 tháng. *Tương tự,* ngân hàng ABC có các giao dịch kỳ hạn 1 tháng đối với USD như sau :

- Mua 3.000.000 USD.

- Bán 4.600.000 USD.

- Cho vay 3.420.000 USD.

- Nhận gửi 3.350.000 USD.

Với những giao dịch vừa kể trên, chúng ta có tổn thất ròng giao dịch USD cùng thời hạn 1 tháng như sau : NE_{USD} = (3.420.000 - 3.350.000) + (3.000.000 - 4.600.000) = 70.000 - 1.600.000 = - 1.530.000 USD. Với trạng thái âm USD này, nếu một tháng sau khi đến hạn USD lên giá so với nội tệ thì ngân hàng ABC sẽ bị tổn thất ròng đối với các giao dịch USD trong cùng thời hạn 1 tháng.

Thực tế giao dịch cho thấy rằng, nhu cầu giao dịch tiền gửi và vay nợ cũng như mua và bán ngoại tệ của khách hàng thường có kỳ hạn rất khác nhau. *Chẳng hạn,* ngân hàng có thể nhận tiền gửi USD của khách hàng A kỳ hạn 2 tháng nhưng lại cho vay USD khách hàng B kỳ hạn 3 tháng hoặc giả mua USD của khách hàng X kỳ hạn 3 tháng nhưng lại bán USD cho khách hàng Y kỳ hạn 1 tháng. Sự khác biệt về kỳ hạn này khiến cho việc xác định trạng thái giao dịch ngoại tệ gộp với nhiều loại kỳ hạn khác nhau, từ đó, xác định tổn thất ròng giao dịch ngoại tệ gộp của ngân hàng trở nên hết sức phức tạp. Để xác định tổn thất giao dịch trong trường hợp này chúng ta có thể phát triển thêm chỉ tiêu đo lường gọi là tổn thất ròng giao dịch gộp (Net total exposure).

Tổn thất ròng giao dịch gộp đối với một loại ngoại tệ nào đó (NTE) được xác định bằng tổn thất ròng của từng giao dịch ngoại tệ đó sau khi đã hiệu chỉnh theo thời lượng (durations) của từng giao

dịch. Về mặt toán học, tổn thất ròng giao dịch gộp đối với loại ngoại tệ nào đó được xác định bởi công thức :

$$NTE = \Sigma R_i N_i/D - \Sigma P_j N_j/D$$

Trong đó :

- R_i là giao dịch i hình thành nên khoản phải thu ngoại tệ kỳ hạn của ngân hàng. R_i có thể là giao dịch tài sản có như cho vay, mua trái phiếu, kỳ phiếu hay đầu tư bằng ngoại tệ...) và các giao dịch mua ngoại tệ kỳ hạn.
- P_i là giao dịch i hình thành nên khoản phải trả ngoại tệ kỳ hạn của ngân hàng. P_i có thể là giao dịch tài sản nợ như nhận tiền gửi, phát hành trái phiếu, kỳ phiếu hay thu hút đầu tư bằng ngoại tệ...) và các giao dịch bán ngoại tệ kỳ hạn.
- D là thời lượng trung bình (duration) của tất cả các loại giao dịch, kể cả giao dịch tài sản có, tài sản nợ và giao dịch mua hoặc bán ngoại tệ.
- N_i và N_j là thời hạn tương ứng với giao dịch khoản phải thu i và khoản phải trả j, (i, j = 1,2,3...).

Ngân hàng có *trạng thái ngoại tệ gộp* dương khi NTE > 0 và, ngược lại, ngân hàng có trạng thái ngoại tệ gộp âm khi NTE < 0. Nếu ngân hàng có trạng thái ngoại tệ gộp *dương* đối với một loại ngoại tệ nào đó thì khi ngoại tệ đó *xuống* giá so với nội tệ ngân hàng sẽ bị tổn thất ngoại hối gộp đối với ngoại tệ đó[1]. *Ngược lại,* nếu ngân hàng có trạng thái ngoại tệ gộp *âm* đối với một loại ngoại tệ nào đó thì khi ngoại tệ đó *lên* giá so với nội tệ ngân hàng sẽ bị tổn thất ngoại hối gộp đối với ngoại tệ đó.

5. PHÂN TÍCH THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI RỦI RO TỶ GIÁ

5.1. Xác định thái độ đối với rủi ro :

Rủi ro tỷ giá thể hiện ở sự biến động hay sự sai lệch của tỷ giá giao ngay trong tương lai so với tỷ giá kỳ vọng. Sự sai biệt này đôi khi gây ra tổn thất cho doanh nghiệp, nhưng đôi khi tạo ra lợi nhuận

(1) Hogan, W., Avram,. K., Brown, C., Ralston, D., Skully, W., Hempel, G., Simonson, D., (1999), Management of Financial Institutions, John Wiley and Sons Australia Ltd. Co.

bất thường, nếu như tỷ giá biến động theo chiều thuận lợi cho doanh nghiệp. *Như vậy,* sự biến động của tỷ giá có tác động hai mặt : (1) mặt tích cực của nó là có thể mang lại cho doanh nghiệp lợi nhuận bất thường, (2) mặt tiêu cực của nó là có thể gây ra tổn thất cho doanh nghiệp. Vấn đề đặt ra là doanh nghiệp nên đối xử thế nào đối với sự biến động tỷ giá hay rủi ro tỷ giá ? Trả lời câu hỏi này phụ thuộc nhiều vào thái độ của nhà quản lý đối với rủi ro tỷ giá. *Do vậy,* trước tiên doanh nghiệp cần xác định rõ xem thái độ của mình như thế nào đối với rủi ro tỷ giá. Doanh nghiệp hoặc là chấp nhận sự bất ổn có thể xảy ra để đổi lại được một khoản lợi nhuận kỳ vọng do tỷ giá biến động thuận lợi và sẵn sàng trả giá nếu tỷ giá biến động bất lợi, hoặc là từ chối khoản lợi nhuận kỳ vọng chứa đựng yếu tố rủi ro để đổi lại được một sự chắc chắn không còn yếu tố rủi ro tỷ giá.

5.2. Phân loại thái độ đối với rủi ro :

Thái độ của nhà quản lý đối với rủi ro tỷ giá có thể chia thành ba loại : (1) thích rủi ro (risk–lover), ngại rủi ro (risk–averse) và (3) bàng quan với rủi ro (risk–neutral)[1].

- *Thích rủi ro* – Nhà quản lý sẵn sàng chấp nhận rủi ro tỷ giá với kỳ vọng là sự biến động của tỷ giá diễn ra theo chiều hướng có lợi, khi ấy, doanh nghiệp có thể kiếm thêm phần lợi nhuận kỳ vọng do tăng doanh thu hoặc giảm chi phí từ kết quả biến động thuận lợi của tỷ giá.
- *Ngại rủi ro* – Nhà quản lý không muốn tổn thất cũng không ham lợi nhuận kỳ vọng từ sự biến động của tỷ giá. Vấn đề họ quan tâm chỉ là lợi nhuận chắc chắn của kết quả sản xuất kinh doanh biết trước, không còn chịu tác động của rủi ro tỷ giá, chứ không phải là lợi nhuận kỳ vọng phụ thuộc vào rủi ro tỷ giá.
- *Bàng quan với rủi ro* – Nhà quản lý tỏ ra không tách biệt được giữa thái độ thích hay ngại rủi ro.

5.3. Sự cần thiết phòng ngừa rủi ro tỷ giá :

Các phần trước đã chỉ ra những tổn thất và tác động của rủi ro tỷ giá. Tùy theo sự biến động của tỷ giá và quy mô hoạt động của

(1) Moosa, A. I., (2004), International Finance, McGraw–Hill, trang 358.

doanh nghiệp lớn hay nhỏ, những tổn thất và tác động trở nên nghiêm trọng hay không. *Dẫu sao đi nữa,* với tư cách là người điều hành doanh nghiệp, giám đốc doanh nghiệp cần quan tâm đến việc phòng ngừa rủi ro tỷ giá bởi vì rủi ro tỷ giá làm gia tăng rủi ro hoạt động của doanh nghiệp nói chung và kết quả là làm giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp. Mục tiêu của người điều hành doanh nghiệp là phải không ngừng gia tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp. *Muốn vậy,* cần có các giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá như là giải pháp chống lại sự sụt giảm giá trị doanh nghiệp.

5.4. Các quyết định liên quan đến quản lý rủi ro tỷ giá :

Phòng ngừa rủi ro tỷ giá là một quá trình theo đó một doanh nghiệp áp dụng các giải pháp để bảo vệ mình khỏi sự tác động của sự biến động tỷ giá. Quyết định có nên phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không thật ra là một quyết định đầu cơ. Nó phụ thuộc vào dự báo sự biến động của tỷ giá và thái độ của nhà quản lý đối với rủi ro tỷ giá (Moosa, 2004).

5.4.1. Quyết định có nên phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không ?

Như trên đã phân tích, sự biến động của tỷ giá gây ra rủi ro tỷ giá cho doanh nghiệp. Đứng trước sự tác động của rủi ro tỷ giá, trước tiên nhà quản lý phải ra quyết định có nên áp dụng các giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không, kế đến mới quyết định nên ngừa rủi ro tỷ giá bằng giải pháp nào.

Việc ra quyết định đầu tiên chủ yếu đựa vào sự kỳ vọng của nhà quản lý đối với tỷ giá trong tương lai và thái độ của nhà quản lý đối với rủi ro tỷ giá. *Tuy nhiên,* bản thân kỳ vọng còn chứa đựng rủi ro nên suy cho cùng chính thái độ của nhà quản lý đối với tỷ giá mới là yếu tố chính tác động đến quyết định có nên áp dụng giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không. Nếu nhà quản lý là người ngại rủi ro thì trong mọi tình huống tốt nhất là nên áp dụng giải pháp ngừa rủi ro để có được một sự chắc chắn, đồng thời loại bỏ tác động của rủi ro tỷ giá. Nếu nhà quản lý là người thích rủi ro hay sẵn sàng chấp nhận rủi ro tỷ giá thì, *trước tiên,* nhà quản lý nên dựa vào dự báo để hình thành kỳ vọng của mình đối với sự biến động tỷ giá. *Kế đến,* dựa vào kỳ vọng của mình để quyết định có nên ngừa rủi ro tỷ giá hay không.

5.4.2. Quyết định giải pháp nào để phòng ngừa rủi ro tỷ giá ?

Một khi đã quyết định nên ngừa rủi ro tỷ giá, tiếp theo nhà quản lý cần ra quyết định ngừa rủi ro bằng giải pháp nào. *Nhìn chung* quyết định giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá là quyết định lựa chọn sử dụng một trong những giải pháp sau đây :

- Hợp đồng kỳ hạn.
- Hợp đồng hoán đổi.
- Hợp đồng giao sau (tương lai).
- Hợp đồng quyền chọn.
- Sử dụng kết hợp các giao dịch trên thị trường tiền tệ.
- Sử dụng các giải pháp khác.

Trong các giải pháp trên, bốn giải pháp đầu tiên được xem như là sử dụng các công cụ tài chính phái sinh trên thị trường ngoại hối (currency derivatives) để phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Việc quyết định lựa chọn giải pháp nào trong những giải pháp nêu trên nhiều khi không đơn giản, nó không chỉ đơn thuần phụ thuộc vào lợi ích và chi phí mà đôi khi phụ thuộc vào khả năng thương lượng và khả năng cung cấp giải pháp đó trên thị trường. Do tính chất quan trọng và phức tạp của việc ứng dụng từng giải pháp nên việc xem xét chi tiết cách thức ứng dụng từng loại giải pháp trong từng tình huống cụ thể sẽ được trình bày trong chương 17.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Rủi ro là sự không chắc chắn, một khả năng có thể xảy ra cũng có thể không xảy ra. Về định lượng, rủi ro là sự sai biệt giữa thực tế so với kỳ vọng. Vì thế, người ta sử dụng phương sai và độ lệch chuẩn để đo lường rủi ro. Trong hoạt động, doanh nghiệp thường xuyên gặp phải rủi ro tài chính, bao gồm rủi ro tín dụng, rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá hay rủi ro ngoại hối.

Rủi ro tín dụng phát sinh khi doanh nghiệp bán chịu hàng hóa cho khách hàng, nó có liên quan chặt chẽ với chính sách bán chịu của doanh nghiệp. Rủi ro lãi suất phát sinh khi lãi suất chi trả là lãi suất cố định (hoặc thả nổi) trong khi lãi suất được hưởng là lãi suất thả nổi (hoặc cố định). Để phòng ngừa rủi ro lãi suất doanh nghiệp có thể sử dụng nghiệp vụ hoán đổi lãi suất.

Rủi ro ngoại hối hay còn gọi là rủi ro tỷ giá là rủi ro phát sinh do sự biến động của tỷ giá gây ra làm tổn thất đến giá trị kỳ vọng của khoản phải thu hoặc phải trả của doanh nghiệp. Rủi ro ngoại hối thường phát sinh trong hoạt động xuất nhập khẩu, hoạt động đầu tư và hoạt động tín dụng của doanh nghiệp. Đứng trước rủi ro ngoại hối, giám đốc doanh nghiệp cần ra quyết định : (1) có nên phòng ngừa rủi ro ngoại hối hay không ? (2) nên phòng ngừa bằng giải pháp nào ?

Các giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối có thể sử dụng bao gồm : sử dụng hợp đồng xuất nhập khẩu song hành, sử dụng quỹ dự phòng, sử dụng hợp đồng kỳ hạn, sử dụng hợp đồng hoán đổi, sử dụng hợp đồng giao sau, sử dụng dụng hợp đồng quyền chọn và sử dụng các giao dịch vay/cho vay và mua/bán ngoại tệ trên thị trường tiền tệ. Việc lựa chọn giải pháp nào tùy thuộc vào từng hoàn cảnh cụ thể và khả năng thương lượng giữa công ty và ngân hàng trong việc sử dụng giải pháp đó. Chi tiết về các giải pháp quản lý rủi tài chính sẽ được trình bày trong chương 17 tiếp theo.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Rủi ro là gì ? Làm thế nào để xác định và đo lường rủi ro nói chung ?
2. Rủi ro tín dụng là gì ? Nó thể hiện như thế nào trong hoạt động của doanh nghiệp và khác biệt thế nào so với rủi ro tín dụng trong hoạt động của ngân hàng ?
3. Rủi ro lãi suất là gì ? Nó thể hiện như thế nào trong hoạt động của doanh nghiệp cũng như trong hoạt động của ngân hàng ?
4. Rủi ro tỷ giá là gì ? Nó thể hiện như thế nào trong hoạt động của doanh nghiệp cũng như trong hoạt động của ngân hàng ?
5. Rủi ro tỷ giá thể hiện như thế nào trong hoạt động đầu tư trực tiếp và gián tiếp của doanh nghiệp ?
6. Rủi ro tỷ giá thể hiện như thế nào trong hoạt động xuất nhập khẩu của doanh nghiệp ?
7. Rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp và ngân hàng thể hiện như thế nào trong hoạt động tín dụng ?
8. Rủi ro tỷ giá tác động như thế nào đến hoạt động của doanh nghiệp ? Tại sao doanh nghiệp cần thiết phải phòng ngừa rủi ro tỷ giá ?
9. Phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro tỷ giá trong hoạt động ngân hàng. Rủi ro tỷ giá trong hoạt động của ngân hàng khác biệt thế nào so với rủi ro tỷ giá trong hoạt động của doanh nghiệp nói chung ?
10. Tổn thất ròng giao dịch cùng thời hạn là gì ? Làm thế nào để xác định tổn thất ròng giao dịch cùng thời hạn ? Cho ví dụ minh họa.
11. Tổn thất ròng giao dịch ngoại tệ gộp là gì ? Làm thế nào để xác định tổn thất ròng giao dịch ngoại tệ gộp ? Cho ví dụ minh họa.
12. Phân tích thái độ đối với rủi ro tỷ giá. Nhà quản lý phải ra những quyết định liên quan nào khi xem xét phòng ngừa rủi ro tỷ giá ?

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Ngày 23/05/200x công ty Trilimex ký một hợp đồng nhập khẩu trị giá 92.000 USD thanh toán bằng L/C trả chậm đến hạn vào ngày 23/08/200x. Tỷ giá và lãi suất được niêm yết tại VCB ngày 23/05/200x như sau :

	Tỷ giá mua	**Tỷ giá bán**
USD/VND	15.650	15.661
JPY/VND	110,01	111,84
HKD/VND	1.492	1.552
	Lãi suất tiền gửi (%)	**Lãi suất cho vay (%)**
USD	6	6,5
JPY	3	3,25
VND	9	10,8

a. Ước lượng trị giá (VND) của hợp đồng nhập khẩu mà Petrolimex phải trả tại thời điểm ký hợp đồng.

b. Công ty nghĩ rằng trong 3 tháng tới USD sẽ tăng giá 1,5% so với VND. Hợp đồng nhập khẩu này có rủi ro ngoại hối hay không ? Chỉ rõ rủi ro như thế nào ?

Bài giải :

a. Ước lượng trị giá (VND) của hợp đồng nhập khẩu mà Trilimex phải trả tại thời điểm ký hợp đồng và thời điểm thanh toán ?

Trị giá hợp đồng ở thời điểm ký hợp đồng và thời điểm thanh toán phụ thuộc vào tỷ giá USD/VND. Ở thời điểm ký hợp đồng tỷ giá bán USD/VND = 15.661. Do đó, trị giá VND của hợp đồng nhập khẩu ở thời điểm này bằng 92.000 x 15.661 = 1.440.812.000 VND.

b. Công ty nghĩ rằng trong 3 tháng tới USD sẽ tăng giá 1,5% so với VND. Hợp đồng nhập khẩu này có rủi ro ngoại hối hay không ? Chỉ rõ rủi ro như thế nào ?

Công ty dự báo rằng trong 3 tháng tới USD tăng giá 1,5%, tức là tỷ giá USD/VND tăng lên đến 15.896. Như vậy, hợp đồng nhập khẩu này có rủi ro ngoại hối. Cụ thể, so với thời điểm ký hợp đồng, cứ mỗi USD nhập khẩu công ty phải chi thêm 15.896 - 15.661 = 235 VND.

Bài 2 :

Tháng 4 năm 200x, tại công ty Xuất Nhập Khẩu Cholimex có một số hoạt động kinh tế tài chính như sau :

- Ngày 7/4 Công ty ký hợp đồng xuất khẩu số 136/9x trị giá 128.000 USD. Hợp đồng này sẽ đến hạn thanh toán trong vòng 6 tháng tới.
- Ngày 12/4 Công ty ký hợp đồng nhập khẩu số 139/9x trị giá 176.000 USD thanh toán bằng Yen Nhật (JPY). Hợp đồng này 9 tháng sau sẽ đến hạn thanh toán.

Giả sử rằng Công ty có thể dễ dàng tìm kiếm các hợp đồng vay và đầu tư trên thị trường tiền tệ, các hợp đồng có kỳ hạn và hợp đồng quyền chọn trên thị trường hối đoái với một số thông tin về thị trường như sau :

Tỷ giá ở thời điểm ký HĐ	Lãi suất
USD/VND : 15.678 - 08	USD : 6 - 6,5 %
USD/JPY : 112,22 - 82	VND : 7,8 - 10,2%
USD/EUR : 0,9128 - 48	EUR : 4 - 6%
GBP/USD : 1,6216 - 36	JPY : 3 - 5%

a. Ước lượng giá trị (VND) của hợp đồng xuất khẩu và trị giá (JPY) của hợp đồng nhập khẩu ở thời điểm ký hợp đồng.

b. Có bất kỳ rủi ro ngoại hối nào trong hoạt động xuất nhập khẩu của Công ty không ?

Bài giải :

a. Ước lượng giá trị (VND) của hợp đồng xuất khẩu và trị giá (JPY) của hợp đồng nhập khẩu ở thời điểm ký hợp đồng và thời điểm thanh toán.

Hợp đồng xuất khẩu số 136/9x trị giá 128.000 USD :

Ở thời điểm ký hợp đồng, tỷ giá mua USD/VND = 15.678. Do đó, trị giá VND của hợp đồng xuất khẩu ở thời điểm này có thể ước lượng bằng 128.000 x 15.678 = 2.006.784.000 VND.

Hợp đồng nhập khẩu số 139/9x trị giá 176.000 USD thanh toán bằng yen Nhật :

Ở thời điểm ký hợp đồng, tỷ giá bán USD/JPY = 112,82. Do đó, trị giá JPY của hợp đồng nhập khẩu ở thời điểm này có thể ước lượng bằng 176.000 x 112,82 = 19.856.320 JPY.

b. Có bất kỳ rủi ro ngoại hối nào trong hoạt động xuất nhập khẩu của Công ty không ?

Dựa vào tỷ giá được ước lượng ở câu a có thể thấy rằng với hợp đồng xuất khẩu 128.000 USD trong khi USD có xu hướng tăng giá so với VND nên công ty không phải lo ngại rủi ro tỷ giá đối với hợp đồng này. Với hợp đồng nhập khẩu 176.000 USD thanh toán bằng JPY trong khi JPY có xu hướng giảm giá so với USD nên công ty cũng không phải lo ngại rủi ro tỷ giá đối với hợp đồng này. Tuy nhiên, đây chỉ là dự báo còn thực tế tỷ giá có đúng như dự báo hay không chẳng ai biết. Do đó, vẫn có rủi ro tỷ giá trong hoạt động xuất nhập khẩu của công ty. Thế nhưng, nếu nhà quản lý không ngại rủi ro và tin tưởng vào dự báo của mình thì không nhất thiết phải ra quyết định phòng ngừa rủi ro tỷ giá đối cả hai hợp đồng xuất nhập khẩu này. Nên nhớ rằng, quyết định như thế đồng nghĩa với việc nhà quản lý chấp nhận rủi ro tỷ giá.

Bài 3 :

Ngày 10/02/200x Giám đốc công ty YTECO đang xem xét ký một hợp đồng nhập khẩu thuốc tân dược trị giá 420.000 EUR. Hợp đồng này nếu ký bây giờ thì ba tháng nữa (10/05/200x) sẽ đến hạn thanh toán. Theo Giám đốc YTECO diễn biến thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối hiện tại và trong tương lai vẫn rất phức tạp. Hiện tại Giám đốc có được một số thông tin về tỷ giá và lãi suất như sau :

Tỷ giá :

USD/VND : 15.627 – 15.627.

USD/EUR : 0,8166 – 0,8195.

EUR/USD : 1,2203 – 1,2246.

Lãi suất :

VND : 0,60 – 0,80%/tháng.

USD : 1,60 – 2,80%/năm.

EUR : 2,8 – 3,8%/năm.

Theo Giám đốc, trong tương lai tỷ giá khó lường được, nhưng lãi suất có lẽ vẫn ổn định ở mức này. Được biết bạn đang theo học trường Đại học Kinh Tế, Giám đốc rất có ấn tượng và muốn tuyển dụng bạn làm trợ lý nếu bạn trả lời được những câu hỏi dưới đây một cách thuyết phục :

a. Phân tích và chỉ rõ xem nếu ký hợp đồng nhập khẩu trên thì YTECO chịu ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá như thế nào ?

b. Tư vấn xem YTECO có nên quyết định phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không ? Tại sao ?

Bài giải :

a. Phân tích và chỉ rõ xem nếu ký hợp đồng nhập khẩu trên thì YTECO chịu ảnh hưởng của rủi ro tỷ giá như thế nào ?

Nếu Yteco ký hợp đồng nhập khẩu trị giá 420.000 EUR ba tháng sau đến hạn thanh toán thì Yteco phải đối mặt với rủi ro ngoại hối nếu như EUR lên giá so với USD và/hoặc USD lên giá so với VND. So với thời điểm ký kết hợp đồng, tỷ giá EUR/VND có thể tăng lên. Sự gia tăng tỷ giá này khiến cho mỗi EUR nhập khẩu Yteco phải tăng thêm chi phí nhập khẩu bằng mức tăng giá EUR/VND nhân với trị giá hợp đồng. Việc gia tăng chi phí nhập khẩu do biến động tỷ giá như vậy có ảnh hưởng nhất định đến hiệu quả hoạt động nhập khẩu của Yteco.

b. Tư vấn xem YTECO có nên quyết định phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không ? Tại sao ?

Rủi ro tỷ giá có ảnh hưởng đến hoạt động nhập khẩu của Yteco như đã phân tích trên đây. Việc Yteco có nên sử dụng các giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá hay không tùy thuộc vào :

- Khả năng chịu đựng tổn thất của Yteco. Không phòng ngừa rủi ro tỷ giá thì Yteco phải chịu tổn thất giao dịch nếu ba tháng

sau EUR lên giá so với USD và/hoặc USD lên giá so với VND, nhưng bù lại Yteco có được lợi ích nếu như tỷ giá EUR/VND giảm. Đây là quyết định mang tính chất đầu cơ và rủi ro. Liệu khả năng chịu đựng tổn thất giao dịch của Yteco có cho phép nhà quản lý ra quyết định như vậy hay không.

- Thái độ của nhà quản lý đối với rủi ro. Nếu nhà quản lý là người ngại rủi ro thì tốt nhất là nên chọn giải pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá để có được một sự yên tâm. Trong trường hợp này, Yteco phải hy sinh cơ hội đầu cơ nếu như tỷ giá EUR/VND giảm. Lợi nhuận mà Yteco tìm kiến là lợi nhuận từ kết quả hoạt động xuất nhập khẩu chứ không phải từ sự biến động thuận lợi của tỷ giá.

Bài 4 :

Tỷ giá USD/VND vào ngày 24/02/200x là 15.730 nhưng theo dự báo của các ngân hàng thương mại đến tháng 08/200x tỷ giá có thể gia tăng khoảng 1,8%. Dựa vào dự báo này hãy phân tích rủi ro tỷ giá khi bạn :

a. Tư vấn cho nhà nhập khẩu Việt Nam.

b. Tư vấn cho nhà xuất khẩu Việt Nam.

Bài giải :

a. Tư vấn cho nhà nhập khẩu Việt Nam.

Theo dự báo của các ngân hàng thương mại thì 6 tháng sau tức là vào tháng 8/200x tỷ giá USD/VND có thể lên đến 15.730(1+ 0,018) = 16.013, tức giá tăng 16.103 – 15.730 = 283 đồng một USD. Như vậy nếu nhà nhập khẩu có hợp đồng nhập khẩu 6 tháng sau phải thanh toán thì cứ mỗi USD nhập khẩu phải trả tăng thêm 283 đồng. Việc USD lên giá so với VND gây ra tổn thất giao dịch cho nhà nhập khẩu bằng chênh lệch giữa tỷ giá ở thời điểm thanh toán so với tỷ giá ở thời điểm ký hợp đồng nhân với trị giá hợp đồng.

b. Tư vấn cho nhà xuất khẩu Việt Nam.

Theo dự báo của các ngân hàng thương mại thì 6 tháng sau tức là vào tháng 8/200x tỷ giá USD/VND có thể lên đến 15.730 (1+0,018) = 16.013, tức giá tăng 16.103 – 15.730 = 283 đồng một USD. Như vậy nếu nhà xuất khẩu có hợp đồng xuất khẩu 6 tháng sau đến hạn thanh

toán thì cứ mỗi USD xuất khẩu nhà xuất khẩu kỳ vọng tăng thêm 283 đồng do USD lên giá so với VND. Việc USD lên giá so với VND có lợi cho giao dịch của nhà xuất khẩu. Khoản lợi này bằng chênh lệch giữa tỷ giá ở thời điểm thanh toán so với tỷ giá ở thời điểm ký hợp đồng nhân với trị giá hợp đồng. Tuy nhiên đây chỉ là dự báo và kỳ vọng của nhà xuất khẩu. Nếu USD không lên giá như nhà xuất khẩu kỳ vọng thì nhà xuất khẩu vẫn có thể bị tổn thất giao dịch nếu USD xuống giá so với VND.

Bài 5 :

Ngày 26/12/200x Gidobank có nhận gửi của công ty A khoản tiền 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng đồng thời cho Công ty B vay 1.200.000 USD cùng kỳ hạn. Tình hình thị trường tiền tệ vào thời điểm này có một số thông tin như sau :

Tỷ giá	Mua	Bán	Lãi suất (Kỳ hạn 3 tháng)	Gửi	Vay
USD/VND	15.911	15.913	VND	0,65	0,95
EUR/USD	1,2125	1,2185	EUR	3,86	4,80
GPB/USD	1,4318	1,4338	USD	3,82	4,68
USD/SGD	1,3422	1,3462	SGD	4,24	5,28

Phân tích xem rủi ro tỷ giá ảnh hưởng thế nào đối với Công ty A, Công ty B và Gidobank trong quan hệ tín dụng trên. Giả sử rằng Gidobank chỉ có thực hiện các giao dịch tín dụng trên, ngoài ra không có giao dịch khác.

Bài giải :

Công ty A gửi 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy công ty A có khoản phải thu ba tháng nữa đến hạn, bao gồm cả gốc và lãi bằng 900.000 (1+0,0382*3/12) = 908.595 USD. Công ty A đối mặt với rủi ro ngoại hối là nếu đến thời điểm đáo hạn USD giảm giá so với VND.

Công ty B vay 1.200.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy công ty B có khoản phải trả ba tháng nữa đến hạn, bao gồm cả gốc và lãi bằng 1.200.000(1+0,0468*3/12) = 1.214.040 USD. Công ty B đối mặt với rủi ro ngoại hối là nếu đến thời điểm đáo hạn USD lên giá so với VND.

Gidobank :

Nhận gửi công ty A 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng và cho vay công ty B 1.200.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy Gidobank có trạng thái ngoại tệ từ giao dịch tín dụng sau 3 tháng như sau :

- Thu nợ và lãi công ty B = 1.214.040 USD.
- Trả nợ công ty A cả gốc và lãi = 908.595 USD.
- Trạng thái thừa USD kỳ hạn 3 tháng từ giao dịch tín dụng = 1.214.040 – 908.595 = 305.445 USD.

Trạng thái ngoại tệ ròng kỳ hạn 3 tháng của Gidobank bao gồm trạng thái thừa giao dịch tín dụng bằng 305.445 USD. Với trạng thái USD thừ này, Gidobank có rủi ro tỷ giá khi USD giảm giá so với VND.

Bài 6 :

Ngày 26/12 Gidobank có nhận gửi của khách hàng A khoản tiền 50.000 USD kỳ hạn 6 tháng đồng thời cho khách hàng B vay 70.000 USD cùng kỳ hạn. Ngoài ra, Gidobank còn mua của khách hàng C 120.000 USD và bán cho khách hàng D 250.000 USD kỳ hạn 6 tháng. Tình hình thị trường tiền tệ vào thời điểm đó có một số thông tin như sau :

Tỷ giá	Mua	Bán	Lãi suất (Kỳ hạn 3 tháng)	Gửi	Vay
USD/VND	15.911	15.913	VND	0,65	0,95
GPB/USD	1,4318	1,4338	USD	3,82	4,68

Phân tích xem rủi ro tỷ giá ảnh hưởng thế nào khi Gidobank thực hiện các giao dịch trên ? Giả sử rằng Gidobank chỉ có thực hiện các giao dịch trên, ngoài ra không có giao dịch khác.

Bài giải :

Lưu ý tất cả các giao dịch ngoại tệ của Gidobank đều bằng USD và có cùng thời hạn 6 tháng. Trước tiên chúng ta xác định trạng thái ròng giao dịch ngoại tệ cùng kỳ hạn của Gidobank như sau :

- *Nhận gửi của khách hàng A* 50.000 USD kỳ hạn 6 tháng. Như vậy Gidobank có khoản phải trả cho khách hàng A 6 tháng nữa đến hạn cả gốc và lãi :

50.000 (1+0,0382 x 6/12) = 50.955 USD.

- *Cho vay khách hàng B* 70.000 USD kỳ hạn 6 tháng. Như vậy Gidobank có khoản phải thu từ khách hàng B 6 tháng nữa đến hạn cả gốc và lãi :

70.000 (1+0,0468 x 6/12) = 71.638 USD.

- Mua kỳ hạn 6 tháng của khách hàng C : 120.000 USD.
- Bán kỳ hạn 6 tháng cho công ty D : 250.000 USD.

Trạng thái ròng ngoại tệ giao dịch cùng kỳ hạn tính theo công thức :

$$\begin{aligned} NE_{USD} &= (A_{USD} - L_{USD}) + (CL_{USD} - CS_{USD}) \\ &= (71.638 - 50.955) + (120.000 - 250.000) \\ &= 20.683 - 130.000 = -109.317 \text{ USD} < 0. \end{aligned}$$

Như vậy Gidobank có trạng thái ròng giao dịch ngoại tệ kỳ hạn 6 tháng âm 109.317USD. Với trạng thái âm này, nếu USD lên giá Gidobank bị tổn thất giao dịch.

BÀI TẬP TỰ RÈN LUYỆN

Bài 1 :

Ngày 23/05, công ty Petrolimex ký một hợp đồng nhập khẩu trị giá 920.000 USD thanh toán bằng L/C trả chậm đến hạn vào ngày 23/08. Tỷ giá và lãi suất được niêm yết tại VCB ngày 23/05 như sau :

	Tỷ giá mua	**Tỷ giá bán**
USD/VND	16.050	16.061
JPY/VND	120,01	121,84
HKD/VND	1.892	1.952
	Lãi suất tiền gửi (%)	**Lãi suất cho vay (%)**
USD	6	6,5
JPY	3	3,25
VND	10,8	12

a. Ước lượng trị giá (VND) của hợp đồng nhập khẩu mà Petrolimex phải trả tại thời điểm ký hợp đồng.

b. Công ty nghĩ rằng trong 3 tháng tới USD sẽ tăng giá 1% so với VND. Hợp đồng nhập khẩu này có rủi ro ngoại hối hay không ? Chỉ rõ rủi ro như thế nào ?

Bài 2 :

Tháng 4 năm 200x, tại Công ty Xuất Nhập Khẩu Cholimex có một số hoạt động kinh tế tài chính như sau :

- Ngày 7/4 Công ty ký hợp đồng xuất khẩu số 16/0x trị giá 228.000 USD. Hợp đồng này sẽ đến hạn thanh toán trong vòng 6 tháng tới.
- Ngày 12/4 Công ty ký hợp đồng nhập khẩu số 19/0x trị giá 276.000 USD thanh toán bằng Yen Nhật (JPY). Hợp đồng này 9 tháng sau sẽ đến hạn thanh toán.

Giả sử rằng công ty có thể dễ dàng tìm kiếm các hợp đồng vay và đầu tư trên thị trường tiền tệ, các hợp đồng có kỳ hạn và hợp đồng quyền chọn trên thị trường hối đoái với một số thông tin về thị trường như sau :

Tỷ giá ở thời điểm ký HĐ	Lãi suất
USD/VND : 16.028 – 08	USD : 6 – 6,5 %
USD/JPY : 122,22 – 82	VND : 7,8 – 10,2%
USD/EUR : 0,9128 – 48	EUR : 4 – 6%
GBP/USD : 1,6216 – 36	JPY : 3 – 5%

a. Ước lượng giá trị (VND) của hợp đồng xuất khẩu và trị giá (JPY) của hợp đồng nhập khẩu ở thời điểm ký hợp đồng.

b. Có bất kỳ rủi ro ngoại hối nào trong hoạt động xuất nhập khẩu của công ty không ?

Bài 3 :

Tỷ giá USD/VND vào ngày 24/06/200x là 16.040, nhưng theo dự báo của các ngân hàng thương mại đến tháng 08/200x tỷ giá có thể

gia tăng khoảng 0,8%. Dựa vào dự báo này hãy phân tích rủi ro tỷ giá khi bạn :

a. Tư vấn cho nhà nhập khẩu Việt Nam.

b. Tư vấn cho nhà xuất khẩu Việt Nam.

Bài 4 :

Ngày 26/12/200x ngân hàng CMB có nhận gửi của công ty A khoản tiền 500.000 USD kỳ hạn 3 tháng đồng thời cho công ty B vay 1.200.000 USD cùng kỳ hạn. Tình hình thị trường tiền tệ vào thời điểm này có một số thông tin như sau :

Tỷ giá	Mua	Bán	Lãi suất (Kỳ hạn 3 tháng)	Gửi	Vay
USD/VND	16.020	16.028	VND	0,65	0,95
EUR/USD	1,2125	1,2185	EUR	3,86	4,80
GPB/USD	1,4318	1,4338	USD	3,82	4,68
USD/SGD	1,3422	1,3462	SGD	4,24	5,28

Phân tích xem rủi ro tỷ giá ảnh hưởng thế nào đối với Công ty A, Công ty B và Gidobank trong quan hệ tín dụng trên. Giả sử rằng Gidobank chỉ có thực hiện các giao dịch tín dụng trên, ngoài ra không có giao dịch khác.

Chương 16

QUẢN LÝ RỦI RO TÍN DỤNG VÀ RỦI RO LÃI SUẤT

■ **MỤC TIÊU :**

Chương này trình bày những giải pháp doanh nghiệp có thể sử dụng để quản lý và kiểm soát rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất. Đọc xong chương này, bạn có thể :

1. Biết được tác động của chính sách bán chịu đến rủi ro tín dụng của doanh nghiệp.
2. Biết cách sử dụng bao thanh toán như là một công cụ giúp doanh nghiệp có thể quản lý và kiểm soát rủi ro tín dụng.
3. Biết cách phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất trong hoạt động của doanh nghiệp.
4. Biết cách sử dụng giao dịch hoán đổi lãi suất như là công cụ giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát rủi ro lãi suất.

1. QUẢN LÝ RỦI RO TÍN DỤNG

Chương 9 khi phân tích các quyết định liên quan đến đầu tư khoản phải thu chúng ta đã có dịp đề cập đến ảnh hưởng của chính sách tín dụng đối với rủi ro bán chịu của công ty. Chương 15 đi sâu vào phân tích nguyên nhân làm phát sinh rủi ro tín dụng. *Trong chương này,* chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn về các biện pháp để quản lý rủi ro tín dụng, bao gồm xây dựng chính sách bán chịu và sử dụng các công cụ quản lý rủi ro tín dụng.

1.1. Xây dựng chính sách bán chịu :

Đối với doanh nghiệp, chính sách tín dụng thể hiện cụ thể ở chính sách bán chịu của doanh nghiệp, bởi vì tín dụng doanh nghiệp cung cấp là tín dụng thương mại thông qua bán chịu hàng hóa. Quyết

định chính sách bán chịu gắn liền với việc đánh đổi giữa chi phí liên quan đến khoản phải thu và doanh thu tăng thêm do bán chịu hàng hóa. Khoản phải thu là số tiền khách hàng nợ doanh nghiệp do mua chịu hàng hóa hoặc dịch vụ. *Có thể nói* hầu hết các doanh nghiệp đều phát sinh các khoản phải thu nhưng với mức độ khác nhau, từ mức không đáng kể cho đến mức không thể kiểm soát nổi. Kiểm soát khoản phải thu liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận với chi phí và rủi ro. Nếu không bán chịu hàng hóa thì sẽ mất đi cơ hội bán hàng, do đó, mất đi lợi nhuận. Nếu bán chịu hàng hóa quá nhiều thì chi phí cho khoản phải thu tăng và nguy cơ phát sinh các khoản nợ khó đòi, do đó, rủi ro không thu hồi được nợ cũng gia tăng. *Vì vậy,* doanh nghiệp cần có chính sách bán chịu phù hợp.

Khoản phải thu của doanh nghiệp phát sinh nhiều hay ít phụ thuộc vào các yếu tố như tình hình nền kinh tế, giá cả sản phẩm, chất lượng sản phẩm, và chính sách bán chịu của doanh nghiệp. *Trong các yếu tố này,* chính sách bán chịu ảnh hưởng mạnh nhất đến khoản phải thu thông qua sự kiểm soát của giám đốc doanh nghiệp. Giám đốc có thể thay đổi mức độ bán chịu để kiểm soát khoản phải thu sao cho phù hợp với sự đánh đổi giữa lợi nhuận với chi phí và rủi ro. Hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu có thể kích thích được nhu cầu dẫn tới gia tăng doanh thu và lợi nhuận, nhưng vì bán chịu sẽ làm phát sinh khoản phải thu, và do bao giờ cũng có chi phí đi kèm theo khoản phải thu nên giám đốc cần xem xét cẩn thận sự đánh đổi này. Liên quan đến quyết định chính sách bán chịu, doanh nghiệp cần chú ý đến các quyết định như tiêu chuẩn bán chịu (credit standards), điều khoản bán chịu (credit terms) và chính sách và quy trình thu nợ (collection policy and procedures).

Nói chung, chính sách bán chịu của doanh nghiệp có thể chia thành một trong hai trạng thái : chính sách thắt chặt và chính sách mở rộng. Với chính sách thắt chặt, tiêu chuẩn bán chị trở nên khó khăn hơn, thời hạn bán chịu ngắn hơn và quy trình theo dõi thu hồi nợ chặt chẽ hơn. *Ngược lại,* với chính sách mở rộng, tiêu chuẩn bán chịu trở nên dễ dàng hơn, thời hạn bán chịu kéo dài hơn và quy trình theo dõi thu hồi nợ thoáng hơn. Việc lựa chọn chính sách nào, liên quan đến sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro.

Ngoài kinh nghiệm, ngân hàng còn là nơi tập trung nhiều thông tin hơn doanh nghiệp về khả năng trả nợ của các doanh nghiệp khác, do đó, ngân hàng có thể hỗ trợ doanh nghiệp trong việc đánh giá và quyết định chính sách bán chịu đối với từng khách hàng. *Do vậy,* rất

cần thiết và quan trọng nếu doanh nghiệp có thể yêu cầu ngân hàng tư vấn cho mình về xây dựng chính sách bán chịu phù hợp.

1.2. Sử dụng các công cụ quản lý rủi ro tín dụng :

Bên cạnh hỗ trợ quản lý rủi ro tín dụng thông qua tư vấn xây dựng chính sách bán chịu, ngân hàng còn có thể hỗ trợ cho doanh nghiệp quản lý rủi ro tín dụng thông qua việc cung cấp công cụ phòng ngừa rủi ro tín dụng. *Bằng cách này,* trước hết ngân hàng chấp nhận rủi ro tín dụng thay cho doanh nghiệp, sau đó bằng lợi thế trung gian tài chính của mình, ngân hàng có thể hóa giải hay trung hòa rủi ro đó. Hiện nay, bao thanh toán trong nước và quốc tế có thể xem là công cụ ngân hàng cung cấp nhằm giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tín dụng một cách hiệu quả[1]. Doanh nghiệp có thể sử dụng các dịch vụ này như là công cụ quản lý rủi ro tín dụng của mình. Các ngân hàng thương mại ở Việt Nam như Vietcombank, ACB, OCB và một số ngân hàng khác trong những năm gần đây đã có nhiều nỗ lực giới thiệu và sớm đưa dịch vụ này ra thị trường nhằm phục vụ nhu cầu quản lý rủi ro bán chịu hàng hóa của các doanh nghiệp.

1.2.1. Bao thanh toán trong nước – công cụ phòng ngừa rủi ro bán chịu :

Bao thanh toán trong nước hay còn gọi là bao thanh toán nội địa là dịch vụ bao thanh toán liên quan đến các khoản phải thu phát sinh trong quan hệ bán chịu hàng hóa và dịch vụ giữa doanh nghiệp và khách hàng. Với bao thanh toán, doanh nghiệp có thể sử dụng các dịch vụ sau đây của ngân hàng : *Đánh giá uy tín tín dụng người mua, theo dõi thu hồi nợ người mua, nhận vốn ứng trước từ ngân hàng, và bảo hiểm rủi ro tín dụng từ ngân hàng,* đổi lại ngân hàng nhận được từ doanh nghiệp các khoản phí dịch vụ và lãi ứng trước vốn. Tại sao sử dụng bao thanh toán trong nước có thể giúp doanh nghiệp quản lý rủi ro bán chịu hữu hiệu hơn ? Câu trả lời nằm ở ba khía cạnh căn bản.

- *Thứ nhất,* với dịch vụ bao thanh toán, ngân hàng là người đánh giá, theo dõi và thu hồi nợ người mua. Bằng kinh nghiệm và chuyên môn của mình ngân hàng rõ ràng làm việc này hữu hiệu hơn là doanh nghiệp.

(1) Muốn tìm hiểu chi tiết về Bao thanh toán trong nước và bao thanh toán xuất khẩu xin xem Nguyễn Minh Kiều, *Nghiệp vụ Ngân hàng hiện đại,* Nhà xuất bản Thống kê, 2007.

- *Thứ hai,* ngân hàng là trung tâm tín dụng và thanh toán, nhờ vậy, có ưu thế thông tin về người mua hơn là doanh nghiệp. *Chẳng hạn* thông qua hệ thống thông tin phòng ngừa rủi ro tín dụng, ngân hàng biết được lịch sử và uy tín tín dụng của người mua, thông qua trung gian thanh toán ngân hàng nắm được tình hình thu nhập của người mua,... Rõ ràng về khía cạnh này, doanh nghiệp không thể có ưu thế thông tin về người mua bằng ngân hàng.
- *Thứ ba,* ngân hàng với tư cách là trung gian tài chính có thể chấp nhận và trung hòa được rủi ro tín dụng. *Ở khía cạnh này,* ngân hàng hoạt động như là công ty bảo hiểm kinh doanh dựa trên tiên lượng xác suất xảy ra khả năng người mua không trả nợ.

1.2.2. Bao thanh toán trong nước - quy trình thực hiện :

Quy trình nghiệp vụ bao thanh toán là các bước được tiến hành từ khi bắt đầu cho đến khi kết thúc một nghiệp vụ bao thanh toán. Quy chế Hoạt động bao thanh toán của các tổ chức tín dụng ban hành kèm theo Quyết định số 1096/2004/QĐ-NHNN ngày 06 tháng 9 năm 2004 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (sau đây gọi tắt là Quy chế BTT 2004)[(1)] có hướng dẫn quy trình bao thanh toán trong nước cho các NHTM tham khảo. Dựa vào quy trình tham khảo này, các NHTM có thể tự xây dựng quy trình riêng của mình. Phần này giới thiệu hai ví dụ điển hình về quy trình bao thanh toán trong nước của Vietcombank (VCB) và Ngân hàng Á Châu (ACB).

***Ví dụ 1 :* Minh họa quy trình BTT trong nước - Tình huống VCB.**

Bước 1. Bên bán giao hàng cho bên mua.

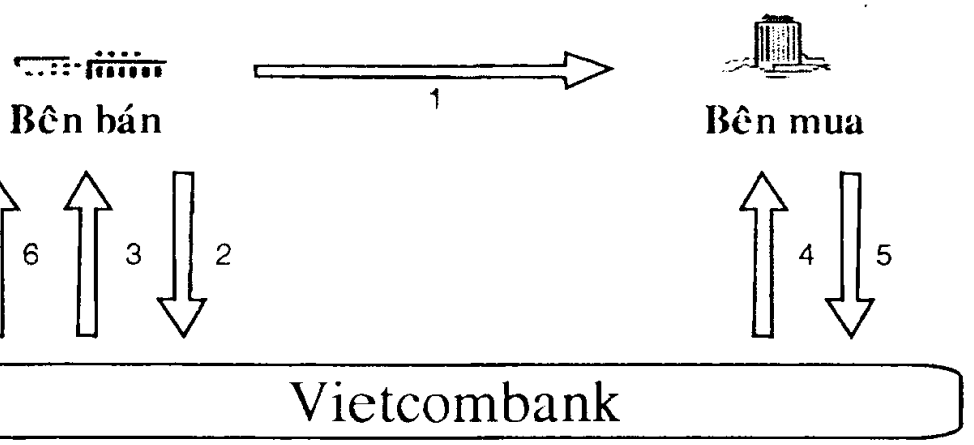
Bước 2. Bên bán xuất trình chứng từ tại VCB.

Bước 3. VCB ứng trước cho bên bán.

Bước 4. VCB tiến hành các thủ tục thu nợ từ bên mua khi đến hạn.

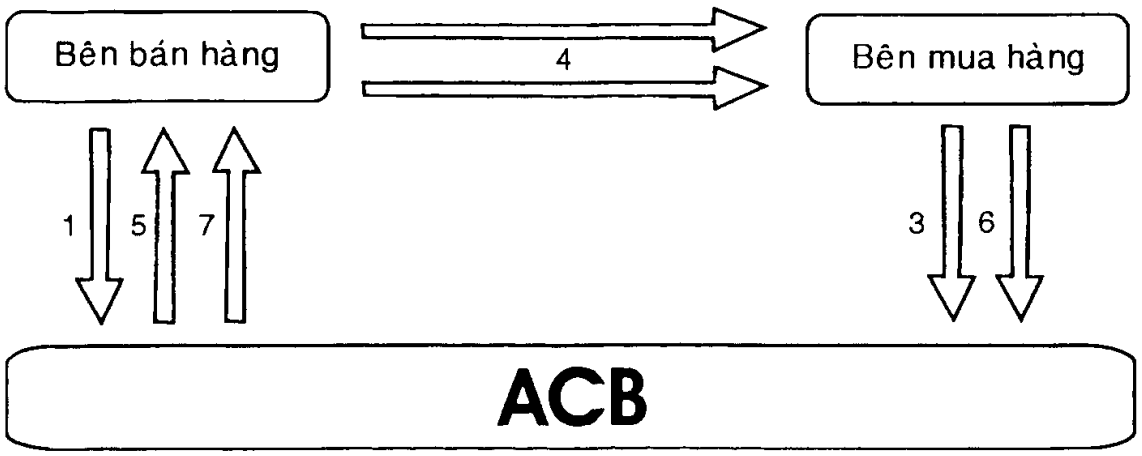
Bước 5. Bên mua thanh toán tiền hàng cho VCB.

(1) Muốn biết chi tiết về Quy chế Hoạt động bao thanh toán của các tổ chức tín dụng ban hành kèm theo Quyết định số 1096/2004/QĐ-NHNN ngày 06 tháng 9 năm 2004 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước xin xem Nguyễn Minh Kiều, *Nghiệp vụ Ngân hàng hiện đại*, NXB Thống kê 2007.



Bước 6. VCB tất toán phần ứng trước và thanh toán phần còn lại cho bên bán.

***Ví dụ 2 :* Minh họa quy trình BTT trong nước – Tình huống ACB.**



1. Bên bán hàng và ACB ký kết hợp đồng bao thanh toán.
2. Bên bán hàng và ACB cùng gửi thông báo về hợp đồng bao thanh toán cho bên mua hàng, trong đó nêu rõ việc chuyển nhượng khoản phải thu cho ACB.
3. Bên mua hàng xác nhận về việc đã nhận thông báo và cam kết thanh toán cho ACB.
4. Bên bán hàng giao hàng cho bên mua.
5. ACB ứng trước cho bên bán hàng.
6. Bên mua hàng thanh toán khoản phải thu cho ACB khi đến hạn.
7. ACB thu phần ứng trước và thanh toán phần còn lại cho bên bán hàng.

Quyết định có sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không liên quan đến việc so sánh giữa việc thu hồi nguyên giá một khoản phải thu trong tương lai có kèm theo rủi ro và tốn kém chi phí với việc thu ngay ở hiện tại một số tiền bằng nguyên giá khoản phải thu trừ đi chi phí bao thanh toán. Chi phí bao thanh toán tùy thuộc vào (1) các dịch vụ mà bao thanh toán cung cấp cho doanh nghiệp và (2) biểu phí cụ thể cho từng dịch vụ. Ở đây trình bày các dịch vụ và biểu phí dịch vụ của VCB như là ví dụ điển hình.

***Ví dụ 3 :* Minh họa các dịch vụ cung cấp trong nghiệp vụ bao thanh toán trong nước – Tình huống VCB.**

VCB thiết kế sản phẩm bao thanh toán thành hai loại, mỗi loại bao gồm các dịch vụ cung cấp như liệt kê dưới đây :

1. Sản phẩm **STANDARD DOMESTIC** (BTT chiết khấu miển truy đòi)
   Với sản phẩm này bao thanh toán gồm các dịch vụ : (a) Theo dõi khoản phải thu, (b) Thu nợ, (c) Cho vay ứng trước, (d) Đảm bảo rủi ro tín dụng.

2. Sản phẩm **PREMIUM DOMESTIC** (BTT chiết khấu truy đòi)
   Với sản phẩm này bao thanh toán gồm các dịch vu : (a) Theo dõi khoản phải thu, (b) Thu nợ, (c) Cho vay ứng trước.

Tùy theo các dịch vụ thỏa thuận giữa ngân hàng và doanh nghiệp, ngân hàng sẽ áp dụng mức phí và lãi suất đối với hợp đồng bao thanh toán. Nhìn chung doanh nghiệp phải chịu phí cung cấp dịch vụ và lãi suất cấp tín dụng dưới hình thức ứng trước, có hoặc không có kèm theo bảo đảm rủi ro tín dụng.

***Ví dụ 4 :* Minh họa phí bao thanh toán – Tình huống VCB.**

1. Sản phẩm **STANDARD DOMESTIC** : Với sản phẩm này bao thanh toán gồm các dịch vụ và mức phí như sau :

Khoản mục	Mức phí/Lãi suất
Phí theo dõi và thu nợ	0,10% – 0,20% doanh số bao thanh toán
Cho vay ứng trước	Lãi suất chiết khấu + Biên độ từ 0 – 1%

2. Sản phẩm **PREMIUM DOMESTIC** : Với sản phẩm này bao thanh toán gồm các dịch vụ va mức phí như sau :

Khoản mục	Mức phí/Lãi suất
Phí theo dõi và thu nợ	0,10% – 0,20% doanh số bao thanh toán
Cho vay ứng trước	Lãi suất cho vay ngắn hạn + Biên độ từ 0 – 1%

Dựa vào mức phí và lãi suất trình bày trên đây, bạn có thể tính toán xác định chi phí của dịch vụ bao thanh toán và số tiền doanh nghiệp sẽ nhận được nếu sử dụng bao thanh toán. *Sau đó* đem so sánh giá trị số tiền nhận được nếu sử dụng bao thanh toán với giá trị số tiền nhận được nếu không sử dụng bao thanh toán để tư vấn cho doanh nghiệp lựa chọn. Để hiểu được việc quyết định có sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không, chúng ta xem xét tình huống nêu ra trong ví dụ điển hình dưới đây.

***Ví dụ 5 :* Minh họa tình huống sử dụng bao thanh toán.**

Giả sử công ty ABC có khoản phải thu 500 triệu đồng ba tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán và khoản phải thu này là khoản phải thu có đảm bảo và chắc chắn sẽ thu được tiền khi đến hạn. Công ty đang xem xét quyết định : (1) chờ ba tháng sau sẽ thu về 500 triệu đồng và (2) bán khoản phải thu cho ngân hàng để thu tiền ngay bây giờ thông qua dịch vụ bao thanh toán. Giả sử bạn là giám đốc tài chính, làm thế nào bạn có thể ra quyết định xem công ty có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không ?

Để có thể ra quyết định nên hay không nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán của ngân hàng, bạn cần tiến hành lần lượt các bước căn bản sau :

Bước 1 : Thu thập thông tin cần thiết, gồm :

- Lãi suất chiết khấu mà ngân hàng áp dụng khi cung cấp dịch vụ bao thanh toán, giả sử là 10,2%/năm cộng biên độ 0,5% và ngân hàng ứng trước 90% trị giá hóa đơn.

- Phí bao thanh toán của ngân hàng, giả sử 0,2% trên trị giá hợp đồng bao thanh toán.
- Chi phí cơ hội của vốn của khách hàng. Giả sử ở đây khách hàng yêu cầu xem xét trong hai trường hợp : chi phí sử dụng vốn là 10% và 14%.

Bước 2 : Sử dụng những thông tin lập bảng tính :

Khoản mục	Số tiền (triệu đồng)
Trị giá khoản phải thu	500.000.000
Trừ lãi chiết khấu ngân hàng [500 x 90% x (10,2% + 0,5) 3/12]	12.037.500
Trừ phí bao thanh toán (500 * 0,2%)	1.000.000
Số tiền công ty nhận được	486.962.500
Hiện giá khoản phải thu @10% [500 / (1+10%/12)^3]	487.705.475
Hiện giá khoản phải thu @14% [500 / (1+14%/12)^3]	482.900.530

Bước 3 : Phân tích và ra quyết định :

Bảng tính trên đây cho thấy nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán công ty sẽ thu ngay ở hiện tại được 486.962.500.000 đồng. Nếu không sử dụng bao thanh toán, ba tháng sau công ty sẽ thu được 500 triệu đồng. Số tiền 500 triệu đồng ba tháng sau mới thu được thực ra ở hiện tại chỉ đáng giá 487.705.475 đồng nếu chi phí cơ hội của vốn của công ty là 10% và chỉ đáng giá 482.900.530 đồng nếu chi phí cơ hội của vốn của công ty là 14%. Như vậy công ty nên sử dụng bao thanh toán nếu chi phí cơ hội của vốn là 14% và không sử dụng bao thanh toán nếu chi phí cơ hội của vốn là 10%.

Ở đây, bạn cũng có thể lập phương trình cân bằng bằng cách lấy hiện giá khoản phải thu theo ẩn số chi phí sử dụng vốn bằng với số tiền ròng mà công ty nhận được nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán, *sau đó* giải phương trình này để xác định mức chi phí sử dụng vốn ở đó công ty bàng quan giữa hai phương án. *Cuối cùng* so sánh chi phí

sử dụng vốn của công ty với điểm bàng quan này. Nếu chi phí sử dụng vốn của công ty lớn hơn điểm bàng quan thì công ty nên sử dụng bao thanh toán, nếu chi phí sử dụng vốn nhỏ hơn điểm bàng quan thì không nên.

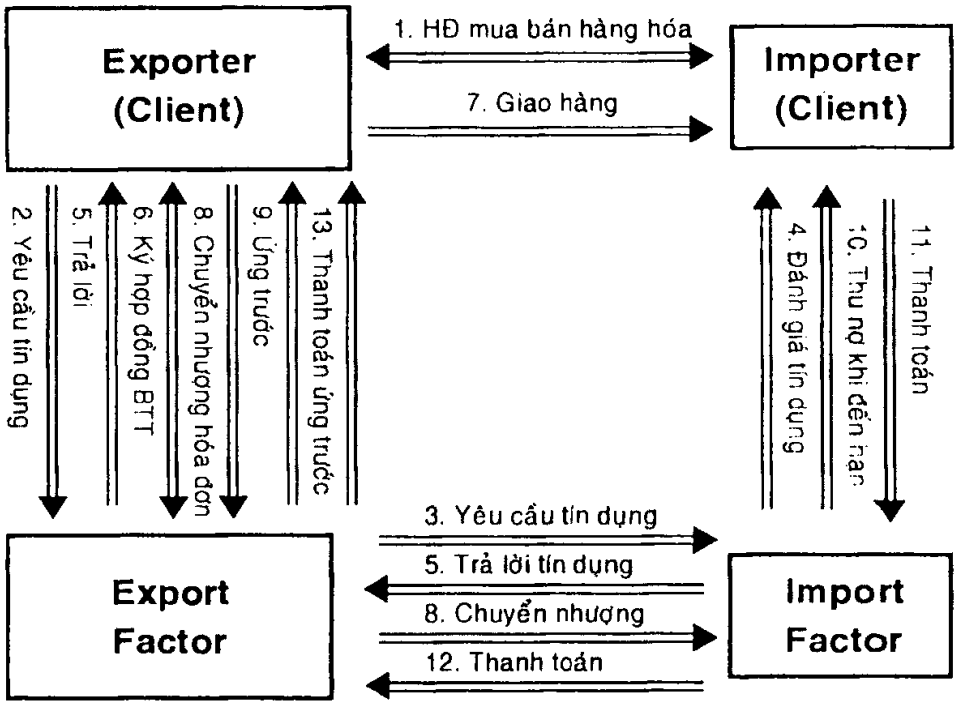
1.2.3. Bao thanh toán xuất khẩu – công cụ phòng ngừa rủi ro xuất khẩu trả chậm :

Bao thanh toán xuất khẩu hay còn gọi là bao thanh toán quốc tế là dịch vụ bao thanh toán liên quan đến các khoản phải thu phát sinh trong quan hệ xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ trả chậm giữa doanh nghiệp và khách hàng. *Tương tự như* bao thanh toán trong nước, với bao thanh toán xuất khẩu, doanh nghiệp có thể sử dụng các dịch vụ sau đây của ngân hàng : *Đánh giá uy tín tín dụng bên nhập khẩu, theo dõi thu hồi nợ người nhập khẩu, nhận vốn ứng trước từ ngân hàng, và bảo hiểm rủi ro tín dụng từ ngân hàng,* đổi lại ngân hàng nhận được từ doanh nghiệp các khoản phí dịch vụ và lãi ứng trước vốn.

Bao thanh toán xuất khẩu có thể giúp doanh nghiệp quản lý rủi ro xuất khẩu trả chậm hữu hiệu hơn. Lý do vì sao có thể giải thích tương tự như là bao thanh toán trong nước. *Tuy nhiên,* bao thanh toán xuất khẩu liên quan đến khách nợ là nhà nhập khẩu ở nước ngoài nên việc đánh giá uy tín tín dụng, theo dõi thu hồi nợ, cấp tín dụng ứng trước và bảo hiểm rủi ro tín dụng của ngân hàng phức tạp hơn nhiều so với bao thanh toán trong nước. Sự phức tạp này càng khuyến cáo doanh nghiệp nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán của ngân hàng, *đơn giản là vì* ngân hàng có thể làm những việc này hữu hiệu hơn doanh nghiệp.

1.2.4. Bao thanh toán xuất khẩu – quy trình thực hiện :

Cũng như bao thanh toán trong nước, quy trình bao thanh toán xuất–nhập khẩu bao gồm các bước tiến hành từ khi bắt đầu cho đến khi kết thúc nghiệp vụ bao thanh toán. *Tuy nhiên,* do bao thanh toán xuất–nhập khẩu có liên quan đến các đối tác quốc tế bao gồm bên nhập khẩu (hoặc bên xuất khẩu) và đại lý phục vụ bên này nên bạn cần am hiểu quy trình bao thanh toán theo thông lệ quốc tế. Theo thông lệ quốc tế, quy trình bao thanh toán bao gồm các bước như được mô tả ở sơ đồ dưới đây.



(1) Đơn vị xuất khẩu và nhập khẩu ký kết hợp đồng mua bán hàng hóa.

(2) Đơn vị xuất khẩu yêu cầu tín dụng đối với đơn vị bao thanh toán.

(3) Đơn vị bao thanh toán tại nước xuất khẩu yêu cầu tín dụng từ đơn vị bao thanh toán tại nước nhập khẩu.

(4) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu kiểm tra uy tín về mặt tín dụng của nhà nhập khẩu.

(5) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu trả lời tín dụng cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu.

(6) Đơn vị bao thanh toán ký hợp đồng bao thanh toán với đơn vị xuất khẩu.

(7) Đơn vị xuất khẩu giao hàng.

(8) Đơn vị xuất khẩu chuyển nhượng hóa đơn cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu & đơn vị bao thanh toán xuất khẩu chuyển nhượng hóa đơn cho đơn vị bao thanh toán nhập khẩu.

(9) Đơn vị bao thanh toán ứng trước tiền cho đơn vị xuất khẩu.

(10) Vào ngày đáo hạn hoặc sau ngày đáo hạn một thời gian, đơn vị bao thanh toán đòi nợ đơn vị nhập khẩu.

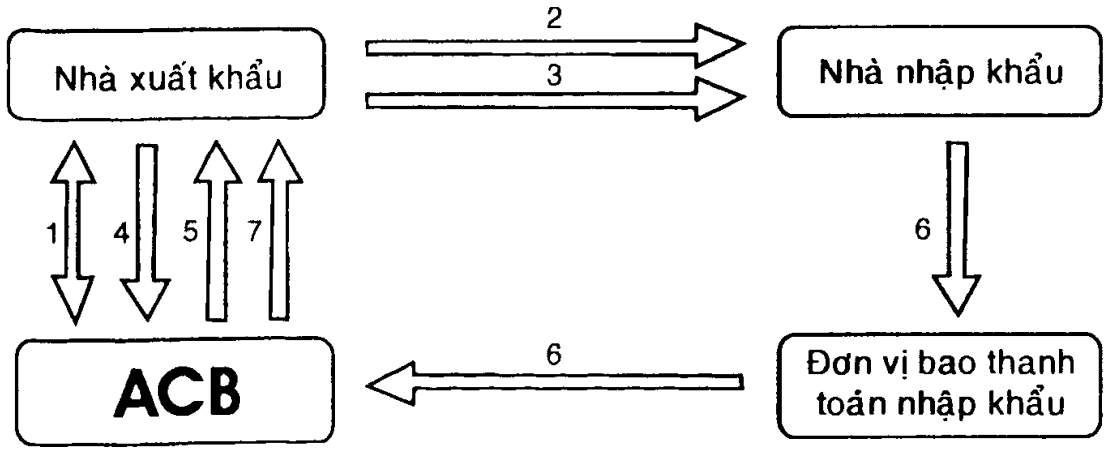
(11) Đơn vị nhập khẩu thanh toán tiền cho đơn vị bao thanh toán.

(12) Đơn vị bao thanh toán nhập khẩu thanh toán tiền cho đơn vị bao thanh toán xuất khẩu.

(13) Đơn vị bao thanh toán xuất khẩu thanh toán phần còn lại cho đơn vị xuất khẩu.

Dựa vào quy trình bao thanh toán theo thông lệ quốc tế, các ngân hàng thương mại ở Việt Nam xây dựng quy trình bao thanh toán quốc tế khi cung cấp dịch vụ bao thanh toán xuất nhập khẩu cho doanh nghiệp. Ví dụ 6 dưới đây trình bày ví dụ minh họa quy trình bao thanh toán xuất-nhập khẩu của ACB.

Ví dụ 6 : **Minh họa quy trình bao thanh toán xuất – nhập khẩu – Tình huống ACB.**

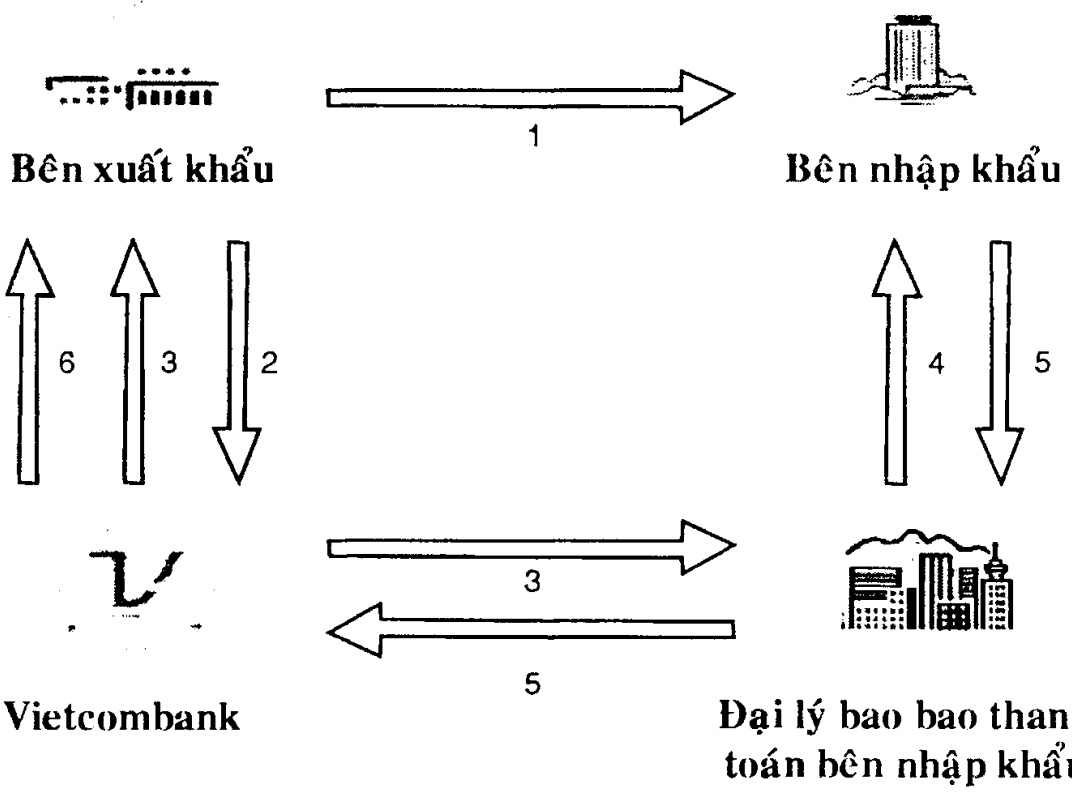


1. Nhà xuất khẩu ký kết hợp đồng bao thanh toán xuất khẩu với ACB.
2. Nhà xuất khẩu thông báo cho nhà nhập khẩu về việc chuyển nhượng khoản phải thu cho ACB.
3. Nhà xuất khẩu giao hàng cho nhà nhập khẩu.
4. Nhà xuất khẩu giao bộ chứng từ liên quan đến khoản phải thu cho ACB.
5. ACB ứng trước cho nhà xuất khẩu.
6. Nhà nhập khẩu thanh toán khoản phải thu cho ACB khi đến hạn thông qua đơn vị bao thanh toán nhập khẩu – đối tác của ACB.
7. ACB thu phần ứng trước và chuyển phần còn lại cho nhà xuất khẩu.

Nhờ lợi thế về quan hệ quốc tế lâu đời, Vietcombank (VCB) là ngân hàng khá mạnh trong các lĩnnh vực thanh toán và bao thanh toán quốc tế. Vietcombank xây dựng quy trình bao thanh toán xuất khẩu và nhập khẩu riêng biệt dành cho hai đối tượng doanh nghiệp xuất khẩu và doanh nghiệp nhập khẩu. Ví dụ 7 và 8 dưới đây trình bày quy trình bao thanh toán của VCB dành cho doanh nghiệp xuất khẩu và doanh nghiệp nhập khẩu.

Tương tự như bao thanh toán trong nước, doanh nghiệp có thể lựa chọn sử dụng bao thanh toán quốc tế hay không dựa trên cơ sở tính toán và so sánh chi phí giữa hai phương án. Tuy nhiên, khi xem xét lựa chọn bao thanh toán xuất–nhập khẩu bạn cần chú ý nhấn mạnh thêm những lợi ích phi tài chính mà bao thanh toán có thể đem lại cho doanh nghiệp. Chẳng hạn nhờ sử dụng bao thanh toán, doanh nghiệp có thể vượt qua được những trở ngại của việc mở thư tín dụng (L/C). Nếu vì lý do gì đó, bên nhập khẩu không muốn sử dụng phương thức thanh toán L/C thì bao thanh toán quốc tế có thể giúp cho bên nhập khẩu vẫn nhập khẩu được hàng hóa mà không cần mở L/C. Rõ ràng lợi ích này không thể tính toán cụ thể bằng tiền được, do vậy, khó có thể so sánh về mặt chi phí trong trường hợp này.

***Ví dụ 7 :* Minh họa quy trình bao thanh toán xuất khẩu của VCB.**



Bước 1. Bên xuất khẩu giao hàng cho bên nhập khẩu.

Bước 2. Bên xuất khẩu xuất trình chứng từ tại VCB.

Bước 3. VCB thông báo cho đại lý bao thanh toán bên mua và ứng trước cho bên xuất khẩu.

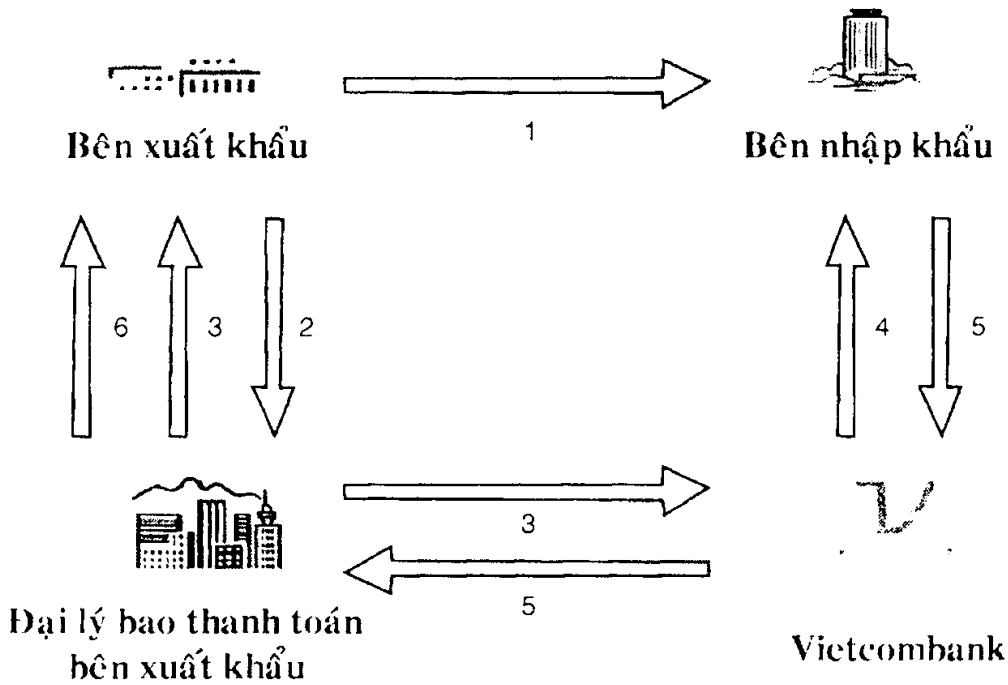
Bước 4. Đại lý bao thanh toán bên nhập khẩu tiến hành các thủ tục thu nợ từ bên nhập khẩu khi đến hạn.

Bước 5. Bên nhập khẩu thanh toán tiền hàng cho đại lý bao thanh toán, đại lý bao thanh toán chuyển tiền cho VCB.

Bước 6. VCB tất toán phần ứng trước và thanh toán phần còn lại cho bên xuất khẩu.

***Ví dụ 8 :* Minh họa quy trình bao thanh toán nhập khẩu của VCB.**

Bước 1. Bên xuất khẩu giao hàng cho bên nhập khẩu.



Bước 2. Bên xuất khẩu xuất trình chứng từ tại đại lý bao thanh toán bên xuất khẩu.

Bước 3. Đại lý bao thanh toán bên xuất khẩu thông báo cho VCB và ứng trước cho bên xuất khẩu.

Bước 4. VCB tiến hành các thủ tục thu nợ từ bên nhập khẩu khi đến hạn.

Bước 5. Bên nhập khẩu thanh toán tiền hàng cho VCB, VCB chuyển tiền cho đại lý bao thanh toán.

Bước 6. Đại lý bao thanh toán bên xuất khẩu tất toán phần ứng trước và thanh toán phần còn lại cho bên xuất khẩu.

Chi phí sử dụng bao thanh toán xuất–nhập khẩu nói chung phụ thuộc vào loại dịch vụ chọn lựa và biểu phí và lãi suất do ngân hàng xác định và chào cho doanh nghiệp. Ví dụ 9 dưới đây lấy biểu phí và lãi suất dịch vụ bao thanh toán xuất nhập khẩu do VCB cung cấp làm ví dụ điển hình.

***Ví dụ 9 :* Minh họa cách tính phí bao thanh toán xuất–nhập khẩu – Tình huống VCB.**

Sản phẩm bao thanh toán xuất – nhập khẩu của VCB được thiết kế thành các nhóm sau :

1. Nhóm sản phẩm Bao thanh toán xuất khẩu, bao gồm các sản phẩm :

- **BASIC EXPORT**, cung cấp dịch vụ Theo dõi các khoản phải thu + Thu nợ.
- **STANDARD EXPORT**, cung cấp dịch vụ Theo dõi khoản phải thu + Thu nợ + Cho vay ứng trước + Đảm bảo rủi ro tín dụng (do đại lý bên mua cung cấp).
- **PREMIUM EXPORT**, cung cấp dịch vụ Theo dõi khoản phải thu + Thu nợ + Cho vay ứng trước.

2. Nhóm sản phẩm Bao thanh toán nhập khẩu, bao gồm các sản phẩm :

- Sản phẩm **BASIC IMPORT**, cung cấp dịch vụ Theo dõi khoản phải thu + Thu nợ.
- Sản phẩm **STANDARD IMPORT**, cung cấp dịch vụ Theo dõi khoản phải thu + Thu nợ + Đảm bảo rủi ro tín dụng.

Biểu phí dịch vụ và lãi suất VCB chào cho khách hàng sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất – nhập khẩu như sau :

Dịch vụ	Mức phí/lãi suất
Bao thanh toán khi NHNTVN là đại lý bên bán	
Phí quản lý	0,10% – 0,20%/doanh số BTT
Phí xử lý hóa đơn	0 – 10 USD/hóa đơn hoặc phiếu ghi Có
Phí đại lý BTT bên mua	Theo thông báo của đại lý
Lãi suất ứng trước • Đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng. • Đối với trường hợp BTT không có bảo đảm rủi ro tín dụng.	 • Lãi suất chiết khấu do NHNT công bố từng thời kỳ + biên độ (0% – 1%). • Lãi suất cho vay thương mại ngắn hạn do NHNT công bố từng thời kỳ + biên độ (0% – 1%).
Bao thanh toán khi NHNTVN là đại lý bên mua	
Phí thu nợ	0,20% – 0,50%/doanh số BTT thu nợ
Phí bảo đảm rủi ro tín dụng *(đã bao gồm phí thu nợ)*	0,50% – 1,50%/doanh số BTT bảo đảm
Phí xử lý hóa đơn	0 – 10 USD/hóa đơn hoặc phiếu ghi

Dựa vào mức phí và lãi suất trình bày trên đây, bạn có thể tính toán xác định chi phí của dịch vụ bao thanh toán và số tiền doanh nghiệp sẽ nhận được nếu sử dụng bao thanh toán. *Sau đó* đem so sánh giá trị số tiền nhận được nếu sử dụng bao thanh toán với giá trị số tiền nhận được nếu không sử dụng bao thanh toán để quyết định lựa chọn có sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không. Ví dụ 10 dưới đây minh họa tình huống sử dụng bao thanh toán quốc tế.

***Ví dụ 10 :* Minh họa tình huống sử dụng bao thanh toán.**

Giả sử Công ty XYZ đang thương lượng hợp đồng xuất khẩu trả chậm trị giá 500.000 USD kỳ hạn ba tháng. Gần đây công ty có biết đến dịch vụ bao thanh toán và đang xem xét quyết định sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu Standard Export của VCB. Với tư cách là nhân viên làm việc cho công ty XYZ, bạn hãy tính xem nếu sử dụng dịch vụ này công ty có những lợi ích gì và thu về được bao nhiêu ?

Bạn có thể liệt kê những lợi ích mà sản phẩm Standard Export của VCB đem lại cho khách hàng bao gồm :

- Dịch vụ theo dõi khoản phải thu.
- Dịch vụ thu nợ.
- Cho vay ứng trước.
- Đảm bảo rủi ro tín dụng (do đại lý bên mua cung cấp).

Với các dịch vụ cung cấp, khách hàng phải chịu các mức phí và lãi như sau :

Phí quản lý	0,10% – 0,20%/doanh số BTT
Phí xử lý hóa đơn	0 – 10 USD/hóa đơn hoặc phiếu ghi Có
Phí đại lý BTT bên mua	Theo thông báo của đại lý
Lãi suất ứng trước : • Đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng.	 • Lãi suất chiết khấu do NHNT công bố từng thời kỳ + biên độ (0% – 1%).

Bạn sử dụng các mức phí này xác định cụ thể từng loại phí và lãi như sau :

Khoản mục	Cách tính	Ghi chú
Trị giá hóa đơn, trừ :	500.000 USD	
Phí quản lý	500.000 x 0,2% = 1.000 USD	Giả sử áp dụng mức 0,2%
Phí xử lý hóa đơn	10 USD	

Phí đại lý bên mua : • Phí bảo đảm tín dụng • Phí xử lý hóa đơn • Tổng cộng	 500.000 x 0,5% = 2.500 USD 10 USD 2.500 + 10 = 2.510 USD	Giả sử bên mua áp dụng mức phí bảo đảm tín dụng là 0,5% và phí xử lý hóa đơn là 10 USD
Lãi ứng trước	500.000 x 80% x 6,25% x 3/12 = 6.250 USD	Giả sử VCB ứng trước 80% trị giá với lãi suất 6,25%/năm
Số tiền khách hàng nhận	500.000 – (1.000 + 10 + 2.510 + 6.250) = 490.230 USD	

Kết luận : Nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB, công ty XYZ nhận được những lợi ích và dịch vụ bao gồm Dịch vụ theo dõi khoản phải thu, Dịch vụ thu nợ, Cho vay ứng trước, Đảm bảo rủi ro tín dụng (do đại lý bên mua cung cấp). Đổi lại, công ty phải trả các khoản phí cho VCB và chỉ nhận về 490.230 USD tiền xuất khẩu thay vì 500.000 USD.

2. QUẢN LÝ RỦI RO LÃI SUẤT

Chương 15 đã đề cập đến rủi ro lãi suất nhưng chỉ dừng lại ở mức độ nhận dạng rủi ro lãi suất như là một trong những dạng rủi ro tài chính mà doanh nghiệp cần thiết quản lý. *Trong chương này,* chúng ta sẽ phân tích chi tiết hơn nguồn gốc phát sinh và bàn bạc biện pháp quản lý rủi ro lãi suất.

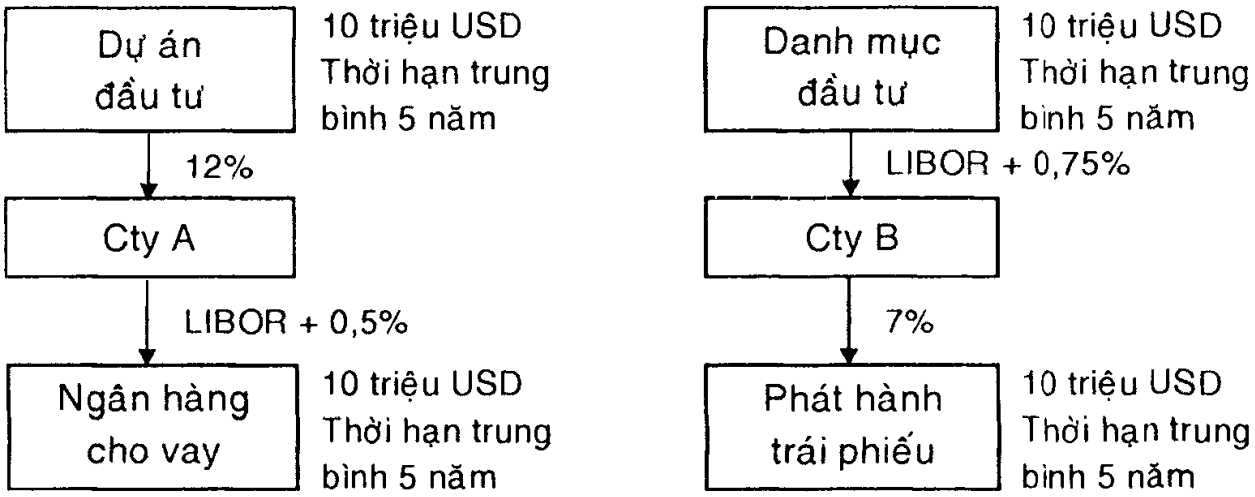
2.1. Phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất của doanh nghiệp :

Doanh nghiệp trong quá trình hoạt động có thể phát sinh những khoản huy động vốn và phải trả lãi như vay vốn ngân hàng, phát hành các loại tín phiếu và trái phiếu. Nguồn vốn huy động sau đó được đầu

tư vào sản xuất kinh doanh nhằm tạo ra lợi nhuận để trang trải chi phí huy động vốn. Chi phí lãi vay nói chung phụ thuộc vào tình hình lãi suất. Sự biến động của lãi suất làm phát sinh rủi ro lãi suất cho doanh nghiệp. Ví dụ 11 dưới đây minh họa nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất trong hoạt động của doanh nghiệp.

***Ví dụ 11 :* Minh họa nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất đối với doanh nghiệp.**

Công ty A có dự án đầu tư trị giá 10 triệu USD có thể tạo ra tỷ suất lợi nhuận trung bình 12%. Để có nguồn vốn đầu tư, công ty vay vốn ngân hàng thời hạn 5 năm với lãi suất thả nổi bằng LIBOR (London Interbank Offer Rate) cộng 50 điểm cơ bản (basic points). Công ty B có một khoản vay 10 triệu USD bằng phát hành trái phiếu trong thời hạn 5 năm với lãi suất cố định là 7%, đồng thời có danh mục đầu tư được hưởng lãi suất bằng LIBOR cộng 75 điểm. Tình hình huy động vốn và đầu tư của công ty A và B được mô tả trên hình vẽ 16.1.



***Hình 16.1 :* Phân tích nguồn gốc rủi ro lãi suất của công ty A và công ty B.**

Giả sử các khoản chi phí khác không đổi, khả năng sinh lợi của A tùy thuộc vào lãi suất thả nổi thực tế mà A phải trả trong thời kỳ dài. Lãi suất tăng sẽ là gánh nặng chi phí cho công ty A. Tình hình thu nhập và chi lãi của công ty A có thể tóm tắt như sau :

Thu nhập từ dự án đầu tư = 12%
Chi phí lãi = LIBOR + 0,5
Lợi nhuận = 12 – (LIBOR + 0,5) = 11,5 – LIBOR

Lợi nhuận của công ty A do đó phụ thuộc vào lãi suất LIBOR. Nếu LIBOR tăng, lợi nhuận của công ty A sẽ giảm, thậm chí công ty A sẽ lỗ nếu LIBOR > 11,5%. Như vậy, lãi suất LIBOR tăng lên là nỗi quan tâm lo lắng của công ty A.

Giả sử những yếu tố khác không đổi, khả năng sinh lợi của công ty B tùy thuộc vào lãi suất thả nổi kiếm được từ danh mục đầu tư. Tình hình thu và chi lãi của công ty B có thể tóm tắt như sau :

Thu lãi từ danh mục đầu tư = LIBOR + 0,75

Chi trả lãi cho trái phiếu phát hành = 11%

Thu nhập lãi = (LIBOR + 0,75) – 7%
= LIBOR – 6,25%

Thu nhập của công ty B do đó phụ thuộc vào lãi suất LIBOR. Nếu lãi suất LIBOR giảm thì thu nhập của công ty B giảm theo, thậm chí công ty B sẽ lỗ nếu LIBOR xuống dưới 6,25%. Như vậy, lãi suất LIBOR giảm là nỗi lo lắng đối với công ty B.

Qua phân tích trên đây chúng ta thấy rằng công ty A gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi LIBOR tăng, trong khi công ty B gặp rủi ro khi lãi suất thả nổi giảm. Việc lãi suất thả nổi LIBOR tăng hay giảm không ai có thể biết trước được.

Nói tóm lại, do lãi suất thu được là lãi suất cố định (hoặc thả nổi) và lãi suất chi trả là lãi suất thả nổi (hoặc cố định) nên sự biến động của lãi suất trên thị trường làm phát sinh rủi ro lãi suất và ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty A và công ty B. Nhiệm vụ của quản lý rủi ro lãi suất là làm thế nào để tránh những thiệt hại hay tổn thất có thể xảy ra do biến động của lãi suất.

2.2. Giải pháp quản lý rủi ro lãi suất :

Giả sử bạn là giám đốc tài chính của công ty A hoặc công ty B như nêu ra ở ví dụ 12, bạn nên làm gì để giúp công ty quản lý rủi ro lãi suất ? Điều trước tiên bạn có thể làm là liên hệ với một ngân hàng thương mại yêu cầu thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất[1]. Đứng trên góc độ doanh nghiệp, hoán đổi lãi suất là giải pháp có thể giúp doanh

(1) Muốn tìm hiểu chi tiết về Hoán đổi lãi suất xin xem Nguyễn Minh Kiều, *Nghiệp vụ Ngân hàng hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê, 2007.

nghiệp quản lý rủi ro lãi suất. Đứng trên góc độ ngân hàng, hoán đổi lãi suất là dịch vụ ngân hàng có thể cung cấp cho doanh nghiệp nhằm đáp ứng nhu cầu quản lý rủi ro lãi suất của doanh nghiệp đồng thời tạo ra thu nhập cho ngân hàng.

Hoán đổi lãi suất là một hợp đồng giữa hai bên để trao đổi số lãi phải trả tính trên một số tiền nhất định trong một thời hạn nhất định, trong đó một bên trả lãi suất cố định trong khi bên kia trả lãi suất thả nổi theo thỏa thuận trong suốt thời hạn hợp đồng. Hoán đổi lãi suất được Ngân hàng Nhà nước cho phép thực hiện theo Quyết định số 1133/2003/QĐ–NHNN ngày 30/9/2003 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước. Ban hành kèm theo Quyết định này là Quy chế thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất gọi tắt là Quy chế 1133. Các ngân hàng và doanh nghiệp thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất nhằm phòng ngừa, hạn chế rủi ro do biến động của lãi suất thị trường. Để thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất, bạn cần nắm vững những vấn đề căn bản liên quan đến giao dịch hoán đổi lãi suất theo tinh thần Quy chế 1133.

2.2.1. Những khái niệm liên quan đến hoán đổi lãi suất :

- Giao dịch hoán đổi lãi suất là việc các bên giao kết hợp đồng với nhau, theo đó mỗi bên cam kết thanh toán cho bên kia khoản tiền lãi tính theo lãi suất thả nổi hay lãi suất cố định trên cùng một khoản nợ gốc trong cùng một khoảng thời gian.
- Nợ gốc của một giao dịch hoán đổi lãi suất là số tiền mà các bên thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất thỏa thuận làm cơ sở để tính số lãi thả nổi, số lãi cố định và số lãi ròng hoán đổi lãi suất.
- Lãi suất thả nổi là mức lãi suất thay đổi trong thời hạn hợp đồng hoán đổi lãi suất trên cơ sở lãi suất thị trường và do các bên thỏa thuận.
- Lãi suất cố định là mức lãi suất do các bên thỏa thuận không thay đổi trong thời hạn hợp đồng hoán đổi lãi suất.
- Số lãi thả nổi là số tiền lãi tính theo nợ gốc và lãi suất thả nổi mà một bên tham gia hợp đồng cam kết thanh toán cho bên kia.
- Số lãi cố định là số tiền lãi tính theo nợ gốc và lãi suất cố định mà một bên tham gia hợp đồng cam kết thanh toán cho bên kia.

- Số lãi ròng từng kỳ của một hợp đồng hoán đổi lãi suất là chênh lệch giữa số lãi được nhận và số lãi phải trả của từng kỳ thanh toán của hợp đồng đó.
- Kỳ hạn thanh toán số lãi ròng là khoảng thời gian trong thời hạn hợp đồng hoán đổi lãi suất có hiệu lực đã được thỏa thuận giữa các bên, mà tại cuối mỗi khoảng thời gian đó, các bên thực hiện việc thanh toán cho nhau số lãi ròng.

2.2.2. Các trường hợp thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất :

- Hoán đổi lãi suất đồng Việt Nam hoặc ngoại tệ giữa ngân hàng với doanh nghiệp vay vốn tại ngân hàng đó.
- Hoán đổi lãi suất đồng Việt Nam hoặc ngoại tệ giữa ngân hàng với doanh nghiệp vay vốn tại tổ chức tín dụng khác, vay vốn của nước ngoài.
- Hoán đổi lãi suất đồng Việt Nam hoặc ngoại tệ giữa các ngân hàng với nhau.
- Hoán đổi lãi suất ngoại tệ giữa ngân hàng với tổ chức tín dụng ở nước ngoài.

2.2.3. Điều kiện thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất :

- Đối với ngân hàng phải có đủ các điều kiện : (1) Có vốn tự có từ 200 tỷ đồng hoặc giá trị tương đương trở lên, (2) Đã có quy trình thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất, trong đó gồm cả biện pháp phòng ngừa rủi ro, (3) Có tổng lãi ròng các giao dịch hoán đổi lãi suất là số dương; trường hợp tổng lãi ròng này là số âm thì tối đa bằng 5% vốn tự có của ngân hàng đó, (4) Đối với trường hợp thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất ngoại tệ, thì phải được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cho phép hoạt động ngoại hối.
- Đối với doanh nghiệp phải có đầy đủ các điều kiện : (1) Có giao dịch vay vốn, thuê mua tài chính hoặc mua hàng hóa trả chậm được thực hiện, (2) Có khả năng tài chính hoặc thực hiện các biện pháp bảo đảm do hai bên thỏa thuận để thực hiện nghĩa vụ thanh toán số lãi ròng phải trả cho ngân hàng.

2.2.4. Giới hạn về thời hạn và số nợ gốc hoán đổi lãi suất đối với một doanh nghiệp :

- Thời hạn của một hợp đồng hoán đổi lãi suất phải phù hợp với thời hạn của khoản vay gốc, nhưng tối đa là 5 năm kể từ ngày hợp đồng đó có hiệu lực. Kết thúc thời hạn này, các bên căn cứ vào nhu cầu và điều kiện thị trường có thể gia hạn hợp đồng, hoặc sửa đổi các thỏa thuận bằng phụ lục hợp đồng, hoặc thanh lý hợp đồng để ký kết hợp đồng hoán đổi lãi suất mới.
- Số nợ gốc của các hợp đồng hoán đổi lãi suất đối với một doanh nghiệp không vượt quá 30% vốn tự có của ngân hàng.

2.2.5. Lãi suất hoán đổi :

Các bên thỏa thuận mức lãi suất cố định và lãi suất thả nổi để thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất.

2.2.6. Xác định số lãi ròng từng kỳ và tổng lãi ròng :

- Số lãi ròng từng kỳ của một hợp đồng hoán đổi lãi suất là chênh lệch giữa số lãi được nhận và số lãi phải trả trong kỳ của hợp đồng đó, được xác định theo công thức sau :

  Số lãi ròng từng kỳ = Số lãi được nhận từng kỳ – Số lãi phải trả từng kỳ

  Số lãi được nhận = Số dư nợ gốc x Lãi suất cố định x Số ngày tính lãi (hoặc phải trả) từng kỳ (hoặc thả nổi)

- Tổng lãi ròng các giao dịch hoán đổi lãi suất của ngân hàng tại một thời điểm là tổng số lãi ròng của tất cả các hợp đồng hoán đổi lãi suất đang còn hiệu lực thực hiện tại thời điểm đó.
- Số lãi ròng của một hợp đồng hoán đổi lãi suất tại một thời điểm là tổng các số lãi ròng từng kỳ của các kỳ còn hiệu lực thực hiện của hợp đồng hoán đổi lãi suất, tính theo lãi suất cố định đã thỏa thuận và lãi suất thả nổi tại thời điểm đó.

2.2.7. Thanh toán số lãi ròng từng kỳ :

- Các bên thanh toán cho nhau tiền lãi ròng từng kỳ phát sinh từ hợp đồng hoán đổi lãi suất đã được ký kết.

- Kỳ hạn thanh toán tiền lãi ròng do các bên thỏa thuận, tối đa là một năm.
- Khi thanh toán tiền lãi ròng bằng ngoại tệ, các bên thực hiện theo quy định của pháp luật về quản lý ngoại hối.
- Khi thanh toán tiền lãi ròng ra nước ngoài, các bên thực hiện theo quy định pháp luật về chuyển tiền ra nước ngoài.

2.2.8. Hợp đồng hoán đổi lãi suất :

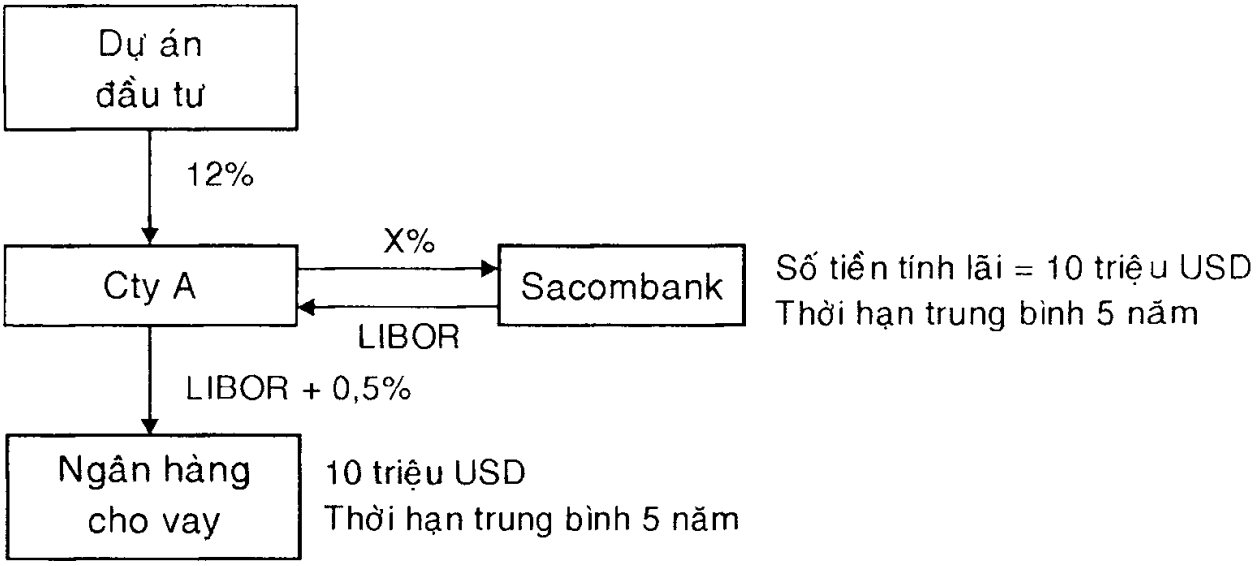
Các giao dịch hoán đổi lãi suất phải được lập thành hợp đồng hoán đổi lãi suất. Hợp đồng hoán đổi lãi suất do các bên thỏa thuận với các nội dung chủ yếu sau đây :

- Tên, địa chỉ, số điện thoại, fax và đại diện của các bên giao kết hợp đồng.
- Số nợ gốc, lãi suất, lịch thanh toán gốc và lãi của khoản nợ gốc.
- Thời hạn có hiệu lực của hợp đồng.
- Mức lãi suất cố định và lãi suất thả nổi.
- Kỳ hạn thanh toán số lãi ròng.
- Việc tính số lãi ròng từng kỳ và phương thức thanh toán.
- Mức ký quỹ, đặt cọc của doanh nghiệp (nếu có) để đảm bảo thanh toán lãi ròng.
- Các trường hợp chấm dứt hợp đồng trước hạn.
- Thủ tục thanh lý hợp đồng.

2.3. Minh họa về cách sử dụng hoán đổi lãi suất :

Chẳng hạn trong tình huống của công ty A và công ty B nêu ra ở ví dụ 12, để tránh rủi ro lãi suất hai công ty này có thể liên hệ với ngân hàng, ví dụ Sacombank, để thỏa thuận giao dịch hoán đổi lãi suất. Như vừa phân tích trên đây, công ty A lo sợ LIBOR tăng trên mức 11,5%, trong khi công ty B lo sợ LIBOR giảm xuống dưới mức 6,25%. Để tránh rủi ro lãi suất, công ty A thực hiện hợp đồng hoán đổi lãi suất với Sacombank, như mô tả ở hình 16.2.

Theo thỏa thuận trong hợp đồng hoán đổi, công ty A đồng ý trả lãi suất cố định tính trên số tiền gốc là 10 triệu USD cho Sacombank



***Hình 16.2 :* Hoán đổi lãi suất giữa Cty A và Sacombank.**

trong vòng 5 năm, *ngược lại* Sacombank trả cho công ty A lãi suất LIBOR trong vòng 5 năm và ngày thanh toán lãi trùng với ngày khoản tín dụng có lãi suất thả nổi của công ty A đến hạn trả lãi. Lãi suất này tạm thời hai bên còn thương lượng, chưa xác định được nên gọi là X% nào đó. Thông qua hoán đổi lãi suất, công ty A tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận trên dự án đầu tư của mình ở mức được xác định như sau :

Nhận từ dự án đầu tư : 12%

Trả cho Sacombank : X (X là lãi suất cố định hai bên cần thỏa thuận)

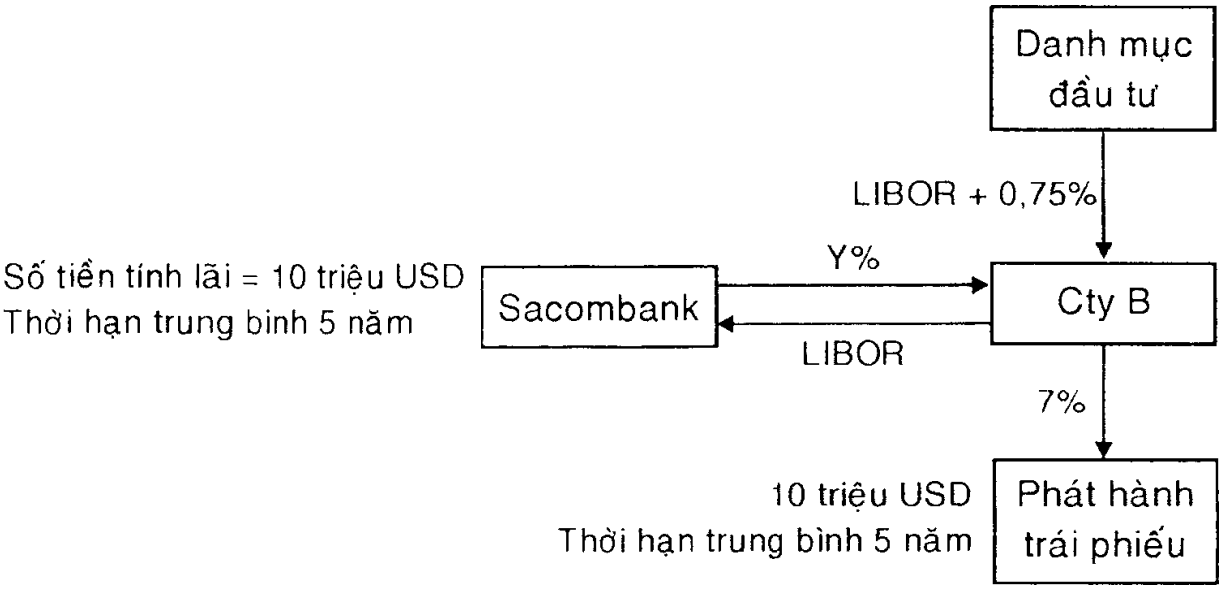
Nhận từ Sacombank : LIBOR

Trả nợ vay : LIBOR + 0,5%

Lãi suất ròng nhận được : 12% + LIBOR – X – LIBOR – 0,5
= 11,5 – X

Tương tự công ty B cũng thỏa thuận hợp đồng hoán đổi lãi suất với Sacombank. Giao dịch hợp đồng hoán đổi này có thể mô tả ở hình 16.3 dưới đây.

Theo thỏa thuận trong hợp đồng hoán đổi, công ty B đồng ý trả lãi suất LIBOR cho Sacombank tính trên số tiền 10 triệu USD trong thời hạn 5 năm và đổi lại Sacombank trả cho công ty B lãi suất cố định. Lãi suất này tạm thời hai bên còn thương lượng, chưa xác định được nên gọi là Y% nào đó. Thông qua hoán đổi lãi suất, công ty B



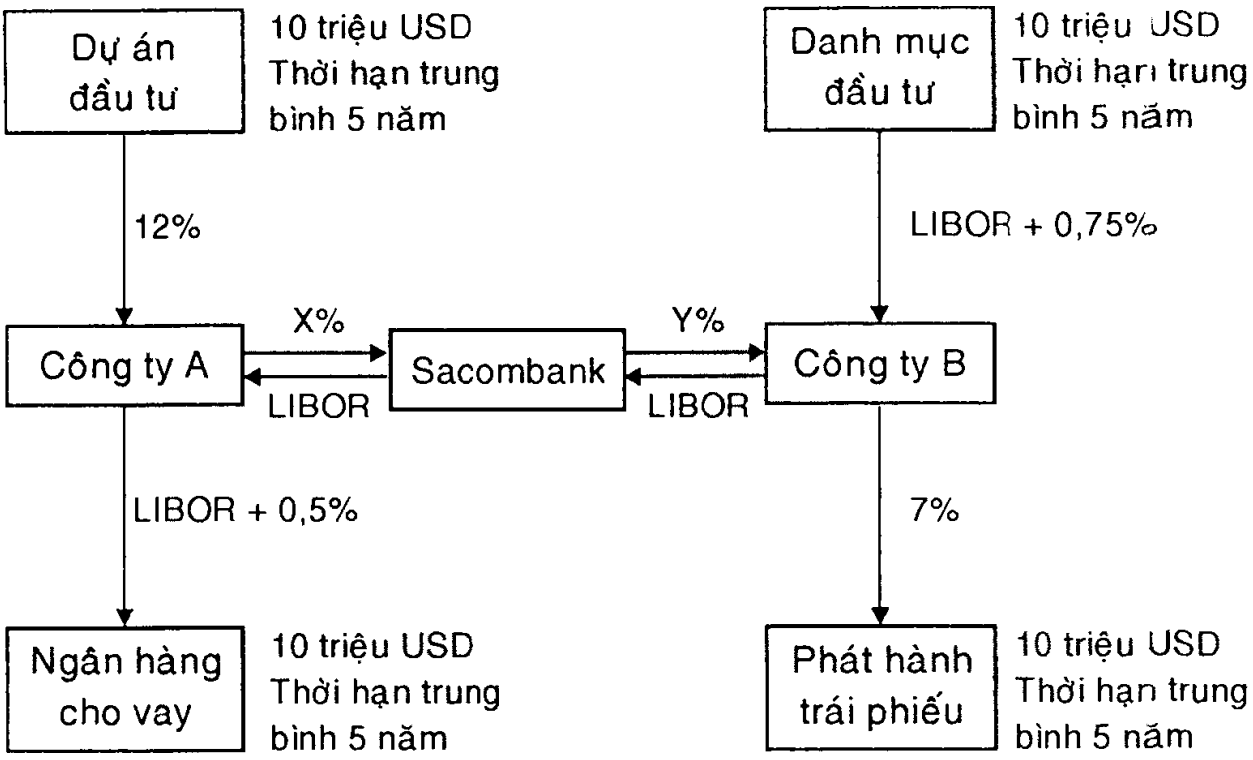
***Hình 16.3* : Hoán đổi lãi suất giữa B và BigBank.**

tránh được rủi ro do biến động lãi suất trong thời hạn 5 năm và có thể khóa chặt lợi nhuận trên danh mục đầu tư của mình ở mức được xác định như sau :

Nhận từ danh mục đầu tư	: LIBOR + 0,75%
Trả cho Sacombank	: LIBOR
Nhận từ Sacombank	: Y
Trả lãi trái phiếu phát hành	: 7%
Lãi suất ròng nhận được	: LIBOR + 0,75 + Y – LIBOR – 7 = Y – 6,25

Đến đây câu hỏi đặt ra là tại sao Sacombank hay bất kỳ một định chế tài chính trung gian nào cũng sẵn sàng thỏa thuận một hợp đồng hoán đổi lãi suất như vừa trình bày, bởi vì kết quả sau cùng cho thấy rủi ro do biến động lãi suất đã di chuyển từ các bên tham gia hợp đồng (công ty A và công ty B) sang Sacombank ? Lý do Sacombank sẵn sàng chấp nhận hợp đồng như vậy là vì với tư cách là một định chế tài chính trung gian Sacombank có thể đặt các giao dịch lại với nhau, như mô tả ở hình 16.4, và nhờ vậy mà rủi ro được trung hòa.

Dựa vào sự kết hợp giao dịch hoán đổi lãi suất giữa Sacombank với công ty A và giữa Sacombank với công ty B như mô tả trên hình 16.4, chúng ta có thể phân tích kết quả các giao dịch hoán đổi lãi suất đối với Sacombank, *qua đó*, sẽ rõ hơn vì sao Sacombank sẵn sàng tham gia các hợp đồng hoán đổi lãi suất.



***Hình 16.4 :* Cấu trúc của hợp đồng hoán đổi lãi suất khi thương lượng.**

Nhận lãi suất cố định từ công ty A : X%

Trả lãi suất cố định cho công ty B : Y%

Nhận lãi suất thả nổi từ công ty B : LIBOR

Trả lãi suất thả nổi cho công ty A : LIBOR

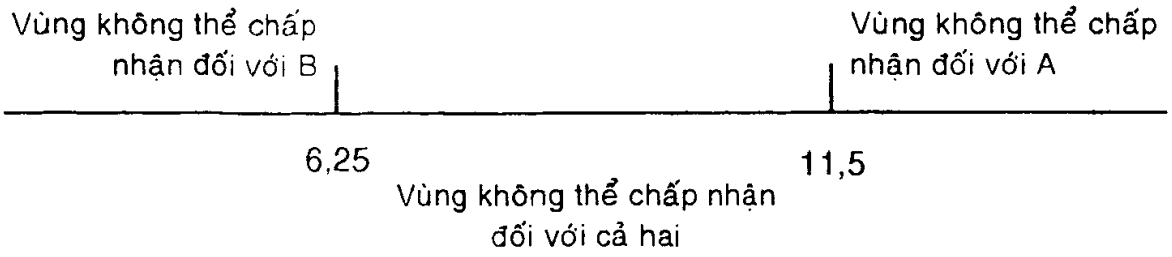
Kết quả lãi suất ròng nhận được : X + LIBOR – Y – LIBOR
= X – Y

Đến đây vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định X và Y hợp lý, có thể dung hòa lợi ích giữa ba bên ? Có như thế, hợp đồng hoán đổi mới xảy ra. Đối với công ty A, kết quả sau khi hoán đổi công ty A nhận được là 11,5 – X. *Do đó,* công ty A không thể chấp nhận X lớn hơn 11,5, vì như vậy công ty A sẽ lỗ, hay nói khác đi đối với công ty A thì X < 11,5.

Đối với công ty B, kết quả sau hoán đổi công ty B nhận được Y – 6,25. Do đó, công ty B không thể chấp nhận Y nhỏ hơn 6,25, vì như vậy công ty B sẽ lỗ, hay nói khác đi, đối với B thì Y > 6,25.

Đối với Sacombank, kết quả sau hoán đổi Sacombank nhận được X – Y. *Do đó,* Sacombank không thể chấp nhận X nhỏ hơn Y, vì như vậy Sacombank sẽ lỗ, hay nói khác đi đối với Sacombank thì X > Y.

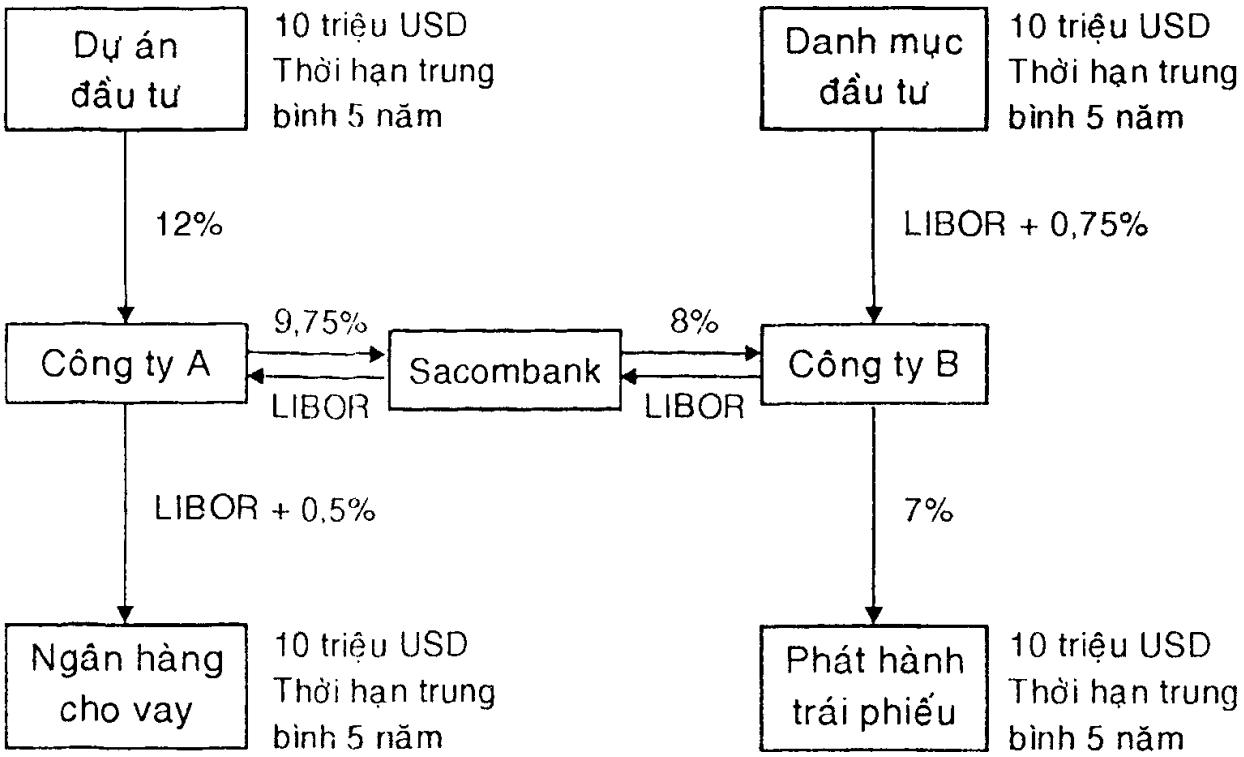
Chúng ta có thể sử dụng trục số sau đây để biện luận và xác định X và Y :



Hoán đổi là một hợp đồng hài hòa lợi ích giữa ba bên, nếu không các bên sẽ không chấp nhận và hợp đồng hoán đổi sẽ không xảy ra. Do vậy, phần chênh lệch lãi suất phải được chia đều cho cả ba, nghĩa là (11,5 – 6,25)/3 = 1,75%. *Kết quả là* mỗi bên nhận được mức lãi ròng cố định là 1,75%. Dựa vào đây có thể xác định được X và Y thông qua hệ phương trình :

$$\begin{cases} 11{,}5 - X = 1{,}75 \\ Y - 6{,}25 = 1{,}75 \\ X - Y = 1{,}75 \end{cases}$$

Với hệ phương trình này dễ dàng nhận ra rằng X = 9,75% và Y = 8% là hài hòa lợi ích giữa các bên. Đến đây chúng ta có thể hoàn tất và mô tả giao dịch hoán đổi lãi suất như trên hình vẽ 16.5.



Hình 16.5 : **Cấu trúc của hợp đồng hoán đổi lãi suất sau khi thương lượng.**

2.4. Thanh toán lãi ròng giao dịch hoán đổi lãi suất :

Trong hợp đồng hoán đổi lãi suất giữa các bên bao gồm công ty A với Sacombank và Sacombank với công ty B, các bên có thể thỏa thuận thanh toán lãi ròng theo định kỳ hàng năm trong khoảng thời gian 5 năm tính trên số tiền gốc là 10 triệu USD. Khi đến kỳ hạn thanh toán lãi, các bên sẽ thực hiện thanh toán tiền lãi cho nhau dựa vào lãi suất LIBOR ngay thời điểm đó. Cụ thể, Sacombank thực hiện xác định lãi :

Sacombank	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận lãi từ công ty A :	9,75%	10 x 9,75% = 0,975 triệu USD
Trả lãi thả nổi cho công ty A :	LIBOR	10 x LIBOR% = 0,1 LIBOR triệu USD
Nhận lãi thả nổi từ công ty B :	LIBOR	10 x LIBOR% = 0,1 LIBOR triệu USD
Sacombank	**Lãi suất**	**Xác định lãi**
Trả lãi cho công ty B :	8%	10 x 8% = 0,8 triệu USD
Lãi ròng nhận được :	1,75%	10 x 1,75% = 0,175 triệu USD = 175.000 USD

Chẳng hạn đến ngày thanh toán lãi theo định kỳ, lãi suất thả nổi LIBOR ở thời điểm thanh toán là 6,5%. Khi ấy, Sacombank sẽ thực hiện xác định và thanh toán lãi ròng cho các bên như sau :

Sacombank	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận lãi từ công ty A :	9,75%	10 x 9,75% = 0,975 triệu USD
Trả lãi thả nổi cho công ty A :	LIBOR	10 x 6,5% = 0,650 triệu USD
Lãi ròng đối với A		*0,975–0,650 = 0,325 triệu USD*
Nhận lãi thả nổi từ công ty B :	LIBOR	10 x 6,5% = 0,650 triệu USD
Trả lãi cho công ty B :	8%	10 x 8% = 0,8 triệu USD
Lãi ròng đối với B		*0,650 – 0,8 = – 0,15 triệu USD*
Lãi ròng của Sacombank		*0,325 – 0,15 = 0,175 triệu USD*

Với lãi suất LIBOR = 6,5%, chúng ta thấy rằng Sacombank nhận được lãi ròng từ công ty A là 325.000 USD và chi lãi ròng cho công ty B là 150.000 USD. Lãi ròng Sacombank kiếm được từ giao dịch hoán đổi, do đó, bằng 325.000 - 150.000 = 175.000 USD.

Trong trường hợp này, công ty A bị thiệt 325.000 USD vì nhận lãi theo lãi suất LIBOR (do LIBOR < 9,75%) là 650.000 USD từ Sacombank nhưng phải chi cho Sacombank lãi theo lãi suất cố định là 975.000 USD. Nhưng đổi lại, LIBOR thấp làm cho chi phí huy động vốn của công ty A giảm theo. Mặt khác, công ty A tránh được nỗi lo sợ LIBOR tăng. Suy cho cùng, kết quả lãi ròng của công ty A như sau :

Công ty A	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận từ dự án đầu tư :	12%	10 x 12% = 1,2 triệu USD
Trả cho Sacombank :	9,75	10 x 9,75% = 0,975 triệu USD
Nhận từ Sacombank :	LIBOR	10 x 6,5% = 0,65 triệu USD
Trả nợ vay :	LIBOR + 0,5%	10 x (6,5% + 0,5%) = 10(7%) = 0,7 triệu USD
Lãi ròng nhận được :		1,2 – 0,975 + 0,65 – 0,7 = 0,175 triệu USD hay = 175.000 USD

Ngược lại, trong trường hợp này, công ty B có lợi 150.000 USD vì nhận lãi theo lãi suất cố định là 800.000 USD, trong khi trả lãi cho Sacombank theo lãi suất LIBOR chỉ có 650.000 USD (do LIBOR < 8%). Nhưng đổi lại, LIBOR thấp làm cho lợi nhuận từ danh mục đầu tư của công ty A giảm theo. Suy cho cùng, kết quả lãi ròng của công ty B như sau :

Công ty B	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận từ danh mục đầu tư :	LIBOR + 0,75%	10 x (6,5 + 0,75%) = = 10 x 7,25% = 0,725 triệu USD
Trả cho Sacombank :	LIBOR	10 x 6,5% = 0,65 triệu USD
Nhận từ Sacombank :	8	10 x 8% = 0,8 triệu USD
Trả lãi trái phiếu phát hành :	7%	10 x 7% = 0,7 triệu USD

Lãi ròng nhận được :		0,725 - 0,65 + 0,8 - 0,7 = 0,175 triệu USD hay = 175.000 USD

Đến đây, bạn có thể đặt ra câu hỏi chuyện gì sẽ xảy ra nếu đến ngày thanh toán lãi suất LIBOR không phải là 6,5% như ví dụ trên mà tăng lên đến 10% chẳng hạn ? Khi ấy, Sacombank thực hiện thanh toán lãi ròng cho các bên như sau :

Sacombank	Lãi suất	Xác định lãi
Nhận lãi từ công ty A :	9,75%	10 x 9,75% = 0,975 triệu USD
Trả lãi thả nổi cho công ty A :	LIBOR	10 x 10% = 1 triệu USD
Lãi ròng đối với A		*0,975 - 1 = - 0,025 triệu USD*
Nhận lãi thả nổi từ công ty B :	LIBOR	10 x 10% = 1 triệu USD
Trả lãi cho công ty B :	8%	10 x 8% = 0,8 triệu USD
Lãi ròng đối với B		*1 - 0,8 = 0,20 triệu USD*
Lãi ròng của Sacombank		*0,20 - 0,025 = 0,175 triệu USD*

Bạn có thể lấy vô số ví dụ khác nhau đối với lãi suất LIBOR ở thời điểm thanh toán lãi và xác định lãi ròng mà Sacombank thanh toán cho khách hàng, nhưng bất luận LIBOR là bao nhiêu Sacombank đều có lãi ròng cố định ở mức 175.000 USD hay 1,75%. Sử dụng Excel, bạn có thể lập bảng tính lãi và thanh toán lãi ròng giữa Sacombank, công ty A và công ty B tương ứng với từng mức lãi suất LIBOR thay đổi qua các năm như sau :

Năm	0	1	2	3	4	5
Trị giá HĐ hoán đổi (USD)	10,000,000					
LIBOR		6.50%	7.50%	8.50%	10.00%	5.00%
Nhận lãi cố định từ công ty A :	9.75%	975,000	975,000	975,000	975,000	975,000
Trả lãi thả nổi cho công ty A :	LIBOR	650,000	750,000	850,000	1,000,000	500,000

Năm	0	1	2	3	4	5
Lãi ròng đối với A :		325,000	225,000	125,000	(25,000)	475,000
Nhận lãi thả nổi từ công ty B :	LIBOR	650,000	750,000	850,000	1,000,000	500,000
Trả lãi cố định cho công ty B :	8%	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000
Lãi ròng đối với B :		(150,000)	(50,000)	50,000	200,000	(300,000)
Lãi ròng của Sacombank :		175,000	175,000	175,000	175,000	175,000

Đến đây chúng ta có thể thấy, bất luận lãi suất LIBOR trên thị trường tăng hay giảm, các bên tham gia giao dịch hoán đổi bao gồm công ty A, công ty B và Sacombank đều nhận được hàng năm một khoản lãi ròng cố định. Nhờ vậy, rủi ro lãi suất được quản lý.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Trong hoạt động, doanh nghiệp thường xuyên gặp phải rủi ro tài chính, trong đó có rủi ro tín dụng và rủi ro lãi suất.

Rủi ro tín dụng phát sinh khi doanh nghiệp bán chịu hàng hóa cho khách hàng. Vì vậy, rủi ro tín dụng gắn liền với chính sách bán chịu hàng hóa của doanh nghiệp. Doanh nghiệp càng mở rộng chính sách bán chịu thì rủi ro tín dụng càng gia tăng. Để quản lý rủi ro tín dụng, doanh nghiệp có thể sử dụng dịch vụ bao thanh toán của ngân hàng như là công cụ hữu hiệu. Bao thanh toán trong nước có thể giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát rủi ro bán chịu hàng hóa cho khách hàng nội địa. Bao thanh toán quốc tế có thể giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát rủi ro xuất khẩu hàng hóa trả chậm.

Rủi ro lãi suất phát sinh khi lãi suất chi trả là lãi suất cố định (hoặc thả nổi) trong khi lãi suất được hưởng là lãi suất thả nổi (hoặc cố định). Nếu doanh nghiệp có khoản thu lãi phụ thuộc vào lãi suất thả nổi, LIBOR hoặc SIBOR, thì khi lãi suất thả nổi giảm, doanh nghiệp sẽ bị thiệt hại. Nếu doanh nghiệp có khoản chi lãi phụ thuộc vào lãi suất thả nổi thì khi lãi suất thả nổi tăng, doanh nghiệp sẽ bị tổn thất. Để quản lý và kiểm soát rủi ro lãi suất, doanh nghiệp có thể liên hệ với ngân hàng và thỏa thuận sử dụng nghiệp vụ hoán đổi lãi suất. Qua nghiệp vụ này, ngân hàng sẽ hoán đổi lãi suất thả nổi của doanh nghiệp với lãi suất cố định của ngân hàng, nhờ vậy, rủi ro biến động lãi suất được loại trừ.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Rủi ro tín dụng phát sinh và có quan hệ như thế nào với chính sách bán chịu hàng hóa của doanh nghiệp ?
2. Giải thích và cho ví dụ minh họa làm thế nào bao thanh toán trong nước có thể giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát được rủi ro bán chịu hóa cho khách hàng nội địa.
3. Giải thích và cho ví dụ minh họa làm thế nào bao thanh toán quốc tế có thể giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát được rủi ro xuất khẩu hàng trả chậm.
4. Phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất trong hoạt động của doanh nghiệp. Cho ví dụ minh họa cụ thể.
5. Giải thích và cho ví dụ minh họa làm thế nào hoán đổi lãi suất có thể giúp doanh nghiệp quản lý và kiểm soát được rủi ro khi lãi suất thả nổi biến động.

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Công ty TNHH Nam Dương ký hợp đồng bán hàng trả chậm thời hạn 3 tháng cho Công ty Thương Mại và Dịch vụ Cà Mau lô hàng nước tương trị giá 520 triệu đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và VCB, Công ty Nam Dương sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước với những cam kết sau :

- Lãi suất chiết khấu mà ngân hàng áp dụng khi cung cấp dịch vụ bao thanh toán là 10,2%/năm cộng biên độ 0,5% và ngân hàng ứng trước 80% trị giá hóa đơn.
- Phí bao thanh toán của ngân hàng là 0,2% trên trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Hãy xác định số tiền doanh nghiệp nhận được khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán.

Bài giải :

Trị giá hóa đơn thanh toán = 520 triệu đồng

Trị giá hợp đồng bao thanh toán = 520 triệu đồng

Trị giá ứng trước = 520 x 80% = 416 triệu đồng

Lãi của ngân hàng :

416 x (10,2% + 0,5%)3/12 = 11,128 triệu đồng

Phí bao thanh toán = 520 x 0,2% = 1,04 triệu đồng

Số tiền doanh nghiệp nhận được :

520 - 11,128 - 1,04 = 507,832 triệu đồng

Trừ tiền ứng trước = 416 triệu đồng

Tiền doanh nghiệp nhận khi quyết toán :

507,832 - 416 = 91,832 triệu đồng

Bài 2 :

Công ty Tribeco ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho Công ty Thương Mại và Dịch vụ Cà Mau lô hàng nước bí đao trị giá 1.520 triệu đồng. Trong thỏa thuận giữa hai bên mua bán và ACB về sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước có những cam kết sau :

- ACB ứng trước 85% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,85%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,65%.
- Phí theo dõi khoản phải thu và thu hồi nợ là 0,15% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Hãy xác định xem số tiền doanh nghiệp nhận được là bao nhiêu ở hai thời điểm :

a. Thời điểm doanh nghiệp xuất trình hóa đơn ?

b. Thời điểm quyết toán hợp đồng bao thanh toán ?

Bài giải :

a. Thời điểm doanh nghiệp xuất trình hóa đơn :

Trị giá hóa đơn giao hàng = 1.520 triệu đồng

Trị giá hợp đồng bao thanh toán = 1.520 triệu đồng

Trị giá tiền ứng trước = 1.50 x 85% = 1.292 triệu đồng

Như vậy, ở thời điểm xuất trình hóa đơn, doanh nghiệp được ACB ứng trước 1.292 triệu đồng.

b. Thời điểm quyết toán hợp đồng :

Lãi suất chiết khấu ACB áp dụng :

(0,85% x 12) + 0,65% = 10,85%/năm

Lãi do NH ứng trước vốn :

1.292 (10,85%)6/12 = 70,091 tr.đồng

Phí bao thanh toán = 1.520 x 0,15% = 2,28 triệu đồng

Số tiền doanh nghiệp nhận được :

1.520 - 70,091 - 2,28 = 1.447,629 triệu đồng

Trừ tiền ứng trước = 1.292 triệu đồng

Số tiền DN nhận khi quyết toán :

1.447,629 - 1.292 = 155,629 triệu đồng.

Như vậy ở thời điểm quyết toán hợp đồng bao thanh toán, doanh nghiệp nhận được 155,629 triệu đồng.

Bài 3 :

Công ty Vinamilk đang xem xét ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho công ty Thương Mại Hoàng Mai lô hàng sữa tươi trị giá 2 tỷ đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và ACB nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước các điều khoản cam kết trong hợp đồng bao thanh toán như sau :

- ACB ứng trước 85% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,85%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,65%.
- Phí theo dõi khoản phải thu và thu hồi nợ là 0,15% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Hãy sử dụng Excel để tính toán và tư vấn cho doanh nghiệp xem có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không ? Biết rằng chi phí cơ hội vốn của Vinamilk là 12%.

Bài giải :

Để tư vấn cho doanh nghiệp xem có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán của ACB hay không, bạn cần so sánh số tiền doanh nghiệp nhận được nếu sử dụng bao thanh toán và hiện giá khoản phải thu ở tỷ suất chiết khấu bằng chi phí cơ hội vốn của Vinamilk. Sử dụng Excel bạn có thể lập ra bảng tính toán như sau (Đơn vị : Triệu VNĐ) :

Trị giá hợp đồng bao thanh toán	2,000.000
Tỷ lệ ứng trước	85%
Số tiền ứng trước	1,700.000
Lãi suất cho vay ngắn hạn	0.85%
Biên độ	0.65%
Lãi suất chiết khấu [(0,85% x 12) + 0,65%]	10.85%
Lãi ngân hàng được hưởng	92.225
Phí bao thanh toán (0.15%)	3.000
Số tiền doanh nghiệp nhận được	1,904.775
Số tiền quyết toán	204.775
Chi phí cơ hội vốn doanh nghiệp	12.00%
Hiện giá khoản phải thu	1,884.090

Qua bảng tính trên đây, bạn chỉ cho doanh nghiệp thấy rằng nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán, số tiền nhận được từ hợp đồng bán hàng trả chậm là 1.904,775 triệu đồng, trong đó nhận ngay khi xuất trình hóa đơn 1.700 triệu đồng còn lại sẽ nhận khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán. Nếu không sử dụng bao thanh toán thì doanh nghiệp chờ 6 tháng sau sẽ thu được 2.000 triệu đồng, *nhưng thật ra* với chi phí cơ hội vốn của doanh nghiệp là 12% thì 2.000 triệu đồng này chỉ đáng giá 1.884 triệu đồng ở hiện tại. *Do đó*, doanh nghiệp nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì với dịch vụ này doanh nghiệp nhận được là 1.904 triệu đồng lớn hơn hiện giá khoản phải thu (1.884 triệu đồng).

Bài 4 :

Công ty nước suối Vĩnh Hảo đang xem xét ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho Công ty Thương Mại Hoàng Lan lô hàng nước suối có ga trị giá 3 tỷ đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và VAB nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước, các điều khoản cam kết trong hợp đồng bao thanh toán như sau :

- VAB ứng trước 85% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,85%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,55%.
- Phí theo dõi khoản phải thu va thu hồi nợ là 0,20% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Giả sử bạn là nhân viên tín dụng phụ trách bao thanh toán trong nước của VAB, bạn hãy sử dụng Excel để tính toán và tư vấn cho doanh nghiệp xem có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không ? Biết rằng doanh nghiệp không thể tự ước lượng được chi phí cơ hội sử dụng vốn của mình.

Bài giải :

Trước tiên, bạn sử dụng Excel để lập bảng tính tương tự như trong câu 3 nhưng trong tình huống này do doanh nghiệp không biết được chi phí cơ hội sử dụng vốn nên bạn không thể xác định được hiện giá khoản phải thu để so sánh với số tiền nhận được nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán.

Trị giá hợp đồng bao thanh toán (Triệu đồng)	3,000.000
Tỷ lệ ứng trước	85%
Số tiền ứng trước	2,550.000
Lãi suất cho vay ngắn hạn	0.85%
Biên độ	0.55%
Lãi suất chiết khấu	10.75%
Lãi ngân hàng được hưởng	137.063
Phí bao thanh toán (0.20%)	6.000
Số tiền doanh nghiệp nhận được	2,856.938
Số tiền quyết toán khi đến hạn	306.938

Tuy nhiên, doanh nghiệp sẽ bàng quan giữa hai phương án sử dụng và không sử dụng dịch vụ bao thanh toán khi nào số tiền nhận được bằng đúng hiện giá khoản phải thu. *Do đó,* bạn lập phương trình cân bằng :

PV(Khoản phải thu) = Số tiền nhận được từ bao thanh toán, tức là 3.000 / (1+k_e x 6/12) = 2.856,938, trong đó k_e là chi phí cơ hội sử dụng vốn khiến cho doanh nghiệp bàng quan giữa hai phương án. Giải phương trình này bạn có được k_e = 10,02%. Dựa vào chi phí cơ hội bàng quan này, bạn tư vấn cho doanh nghiệp như sau :

- Nếu chi phí cơ hội sử dụng vốn của doanh nghiệp lớn hơn 10,02%, doanh nghiệp nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì khi đó hiện giá khoản phải thu nhỏ hơn số tiền nhận được từ dịch vụ bao thanh toán.
- Nếu chi phí cơ hội sử dụng vốn của doanh nghiệp nhỏ hơn 10,02%, doanh nghiệp không nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì khi đó hiện giá khoản phải thu lớn hơn số tiền nhận được từ dịch vụ bao thanh toán.

Chú ý : Cách giải trên đây chỉ sử dụng lãi đơn để tính hiện giá khoản phải thu nhằm dễ dàng giải phương trình tìm ra chi phí cơ hội sử dụng vốn bàng quan của doanh nghiệp.

Nếu sử dụng lãi kép để tính hiện giá khoản phải thu, bạn nên sử dụng Goal seek trong Excel để giải phương trình này để tìm ra chi phí cơ hội sử dụng vốn ở đó doanh nghiệp bàng quan giữa hai phương án là 9,81% (xem bảng tính dưới đây). Dựa vào chi phí cơ hội bàng quan này, bạn tư vấn cho doanh nghiệp như sau :

- Nếu chi phí cơ hội sử dụng vốn của doanh nghiệp lớn hơn 9,81%, doanh nghiệp nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì khi đó hiện giá khoản phải thu nhỏ hơn số tiền nhận được từ dịch vụ bao thanh toán.
- Nếu chi phí cơ hội sử dụng vốn của doanh nghiệp nhỏ hơn 9,81%, doanh nghiệp không nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì khi đó hiện giá khoản phải thu lớn hơn số tiền nhận được từ dịch vụ bao thanh toán.

Trị giá hợp đồng bao thanh toán	3,000.000
Tỷ lệ ứng trước	85%
Số tiền ứng trước	2,550.000
Lãi suất cho vay ngắn hạn	0.85%
Biên độ	0.55%
Lãi suất chiết khấu	10.75%
Lãi ngân hàng được hưởng	137.063
Phí bao thanh toán (0.20%)	6.000
Số tiền doanh nghiệp nhận được	2,856.938
Số tiền quyết toán	306.938
Chi phí cơ hội bàng quan của vốn doanh nghiệp	9.81%
Hiện giá khoản phải thu	2,856.938

Bài 5 :

Công ty Agifish ký hợp đồng bán hàng trả chậm thời hạn 6 tháng cho công ty Johnson Ltd. lô hàng cá ba sa phi lê trị giá 520.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Agifish sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất chiết khấu của VCB là 6%/năm cộng biên độ 0,45%.
- VCB ứng trước 70% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Hãy xác định số tiền doanh nghiệp nhận được khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán.

Bài giải :

Trị giá hóa đơn xuất khẩu = 520.000 USD

Tỷ lệ ứng trước = 70%

Số tiền ngân hàng ứng trước = 520.000 x 70% = 364.000 USD

Lãi suất ứng trước = 6 + 0,45 = 6,45%/năm

Lãi ngân hàng hưởng = 364.000 (6,45% x 6/12) = 11.739 USD

Phí quản lý nợ = 520.000 x 0,2% = 1.040 USD

Phí xử lý hóa đơn = 10 USD

Phí bao thanh toán bên mua = 520.000 x 1% = 5.200 USD

Số tiền doanh nghiệp nhận được :

520.000 – (11.739 – 1.040 – 10 – 5.200) = 502.011 USD

Trừ số tiền ứng trước = 364.000 USD

Số tiền doanh nghiệp nhận được khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán bằng 502.011 – 364.000 = 138.011 USD.

Bài 6 :

Công ty Incomfish ký hợp đồng xuất khẩu tôm trả chậm thời hạn 6 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Nhật. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 250.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Incomfish sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất chiết khấu của VCB là 6%/năm cộng biên độ 0,25%.
- VCB ứng trước 70% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Hãy xác định số tiền doanh nghiệp nhận được khi xuất trình hóa đơn và khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán. Biết rằng Incomfish giao hàng thành 10 đợt mỗi đợt có trị giá hóa đơn là 25.000 USD

nhưng chỉ xuất trình hóa đơn thanh toán một lần vào đợt giao hàng cuối cùng.

Bài giải :

Bạn có thể sử dụng Excel để lập bảng tính số tiền doanh nghiệp nhận được cho nhanh chóng và tiện lợi. Kết quả bảng tính toán như sau :

Trị giá hóa đơn xuất khẩu (USD)	250,000.00
Tỷ lệ ứng trước	70.00%
Số tiền ngân hàng ứng trước cho doanh nghiệp (USD)	175,000.00
Lãi chiết khấu	6.00%
Biên độ	0.25%
Lãi suất ứng trước	6.25%
Lãi ngân hàng hưởng	5,468.75
Phí quản lý nợ	500.00
Phí xử lý hóa đơn (10 USD x 10)	100.00
Phí bao thanh toán bên mua	2,500.00
Số tiền doanh nghiệp nhận được	241,431.25
Số tiền doanh nghiệp nhận khi quyết toán (USD)	66,431.25

Số tiền doanh nghiệp nhận dược lúc xuất trình hóa đơn : 175.000 USD.

Số tiền doanh nghiệp nhận được lúc quyết toán hợp đồng bao thanh toán : 66.431,25 USD.

Bài 7 :

Công ty Minh Minh đang xem xét sử dụng dịch vụ bao thanh toán khi ký hợp đồng xuất khẩu mực trả chậm thời hạn 6 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Nhật. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 150.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Minh Minh sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT không có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất cho vay ngắn hạn của VCB là 5,85%/năm cộng biên độ 0,15%.
- VCB ứng trước 80% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Do bao thanh toán là dịch vụ mới nên giám đốc công ty Minh Minh chưa thể quyết định có nên sử dụng hay không. Bạn hãy :

a. Tư vấn cho công ty về những tiện ích của bao thanh toán.

b. Xác định số tiền công ty nhận được trong trường hợp sử dụng và không sử dụng bao thanh toán.

c. Bạn khuyên công ty nên hay không nên sử dụng bao thanh toán ? Tại sao ? Biết rằng chi phí cơ hội vốn của doanh nghiệp là 8%.

Bài giải :

a. Tư vấn cho công ty về những tiện ích của bao thanh toán.

Bạn có thể chỉ rõ cho công ty những tiện ích của bao thanh toán trong tình huống này dựa trên hình thức bao thanh toán xuất khẩu truy đòi. Các tiện ích công ty có được khi sử dụng loại bao thanh toán này bao gồm : cung cấp dịch vụ theo dõi khoản phải thu, thu nợ và cho vay ứng trước.

b. Xác định số tiền công ty nhận được trong trường hợp sử dụng và không sử dụng bao thanh toán.

Để xác định số tiền công ty nhận được trong hai trường hợp sử dụng và không sử dụng dịch vụ bao thanh toán, bạn có thể sử dụng Excel lập bảng tính toán như sau :

Trường hợp sử dụng bao thanh toán	
Trị giá hóa đơn xuất khẩu	150,000.00
Tỷ lệ ứng trước	80.00%

Số tiền ứng trước cho doanh nghiệp	120,000.00
Lãi cho vay ngắn hạn	5.85%
Biên độ	0.15%
Lãi suất ứng trước (= 5,85 + 0,15%)	6.00%
Lãi ngân hàng hưởng (= 120.000 x 6% x 6/12)	3,600.00
Phí quản lý nợ (=150.000 x 0,2%)	300.00
Phí xử lý hóa đơn (= 10 USD/hóa đơn)	10.00
Phí bao thanh toán bên mua (= 150.000 x 1%)	1,500.00
Số tiền doanh nghiệp nhận được (= 150.000 – phí – lãi)	144,590.00
Số tiền doanh nghiệp nhận khi quyết toán	24,590.00
Trường hợp không sử dụng bao thanh toán	
Trị giá khoản phải thu đến hạn	150,000.00
Chi phí cơ hội	8.00%
Hiện giá khoản phải thu (= 150.000 / (1 + 0,08/12)^6	$144,137.55

Qua bảng tính trên đây bạn có thể trả lời cho doanh nghiệp biết rằng nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán số tiền doanh nghiệp nhận được từ hợp đồng xuất khẩu này là 144.590 USD, trong đó nhận trước 120.000 USD ngay khi xuất trình hóa đơn và nhận số còn lại khi hợp đồng đến hạn. Nếu không sử dụng bao thanh toán số tiền doanh nghiệp nhận được khi hợp đồng đến hạn là 150.000 USD chưa trừ các khoản phí thanh toán quốc tế.

c. Bạn khuyên công ty nên hay không nên sử dụng bao thanh toán ? Tại sao ? Biết rằng chi phí cơ hội vốn của doanh nghiệp là 8%.

Với chi phí cơ hội sử dụng vốn là 8%, bạn có thể xác định hiện giá khoản phải thu 150.000 USD bằng 144.137,55 USD. Điều này có nghĩa là trị giá khoản phải thu 150.000 USD thực ra chỉ đáng giá 144.137,55 USD (chưa trừ phí thanh toán nếu không sử dụng bao thanh toán mà sử dụng nhờ thu hoặc L/C) tức là nhỏ hơn số tiền nhận được nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán. Do vậy, bạn khuyên công ty nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán vì có nhiều lợi ích hơn kể cả về mặt tài chính và phi tài chính.

Bài 8 :

Công ty cổ phần Minh Phú đang xem xét sử dụng dịch vụ bao thanh toán khi ký hợp đồng xuất khẩu tôm trả chậm thời hạn 6 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Mỹ. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 650.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Minh Phú sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT không có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất cho vay ngắn hạn của VCB là 5,95%/năm cộng biên độ 0,35%.
- VCB ứng trước 80% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Do bao thanh toán là dịch vụ mới nên giám đốc công ty Minh Phú chưa thể quyết định có nên sử dụng hay không ? Giả sử bạn là nhân viên tín dụng của VCB phụ trách nghiệp vụ bao thanh toán cho doanh nghiệp nên hay không nên sử dụng bao thanh toán ?

Bài giải :

Cách giải bài này tương tự như bài 11 nhưng do Minh Phú không chỉ ra được chi phí cơ hội của vốn nên bạn không thể dựa vào đó để xác định hiện giá khoản phải thu Trong trường hợp này bạn phải tìm ra điểm bàng quan về chi phí cơ hội của vốn, tức là tìm ra chi phí cơ hội của vốn ở đó hai phương án sử dụng và không sử dụng bao thanh toán đề đem lại giá trị như nhau (giả sử bỏ qua chi phí thanh toán quốc tế trong trường hợp không sử dụng bao thanh toán). Trước hết, bạn sử dụng Excel để lập bảng tính tương tự như bài 11, sau đó dùng Goal seek để giải phương trình tìm ra chi phí cơ hội vốn bàng quan. Cuối cùng dựa vào chi phí cơ hội bàng quan này để tư vấn cho doanh nghiệp. Nếu thực hiện đúng quy trình bạn có bảng tính như sau :

Trường hợp sử dụng bao thanh toán	
Trị giá hóa đơn xuất khẩu	650,000.00

Tỷ lệ ứng trước	80.00%
Số tiền ứng trước cho doanh nghiệp	520,000.00
Lãi cho vay ngắn hạn	5.95%
Biên độ	0.35%
Lãi suất ứng trước	6.30%
Lãi ngân hàng hưởng	16,380.00
Phí quản lý nợ	1,300.00
Phí xử lý hóa đơn	10.00
Phí bao thanh toán bên mua	6,500.00
Số tiền doanh nghiệp nhận được	625,810.00
Số tiền doanh nghiệp nhận khi quyết toán	105,810.00
Trường hợp không sử dụng bao thanh toán	
Trị giá khoản phải thu đến hạn	650,000.00
Chi phí cơ hội	**7.61%**
Hiện giá khoản phải thu	$625,810.00

Qua bảng tính trên bạn thấy rằng hai phương án sử dụng và không sử dụng bao thanh toán có giá trị như nhau khi chi phí cơ hội vốn của doanh nghiệp bằng 7,61%. Dựa vào đây bạn có thể tư vấn cho doanh nghiệp :

- Nếu công ty tin rằng có thể kiếm được lợi nhuận lớn hơn 7,61% từ vốn của mình thì công ty nên sử dụng bao thanh toán.
- Nếu công ty tin rằng không thể kiếm được tỷ suất lợi nhuận lớn hơn 7,61% từ vốn của mình thì không nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán.

Bài 9 :

HFC là công ty tài chính với hoạt động chính bao gồm huy động vốn và đầu tư trên thị trường tài chính. Hiện công ty đang có danh mục đầu tư dài hạn 100 tỷ đồng thời hạn 8 năm với lãi suất kiêm được là 12%/năm. Để có nguồn vốn đầu tư, công ty phát hành kỳ phiếu huy động vốn với lãi suất thả nổi VNIBOR (Vietnam Interbank Offer Rate) cộng biên độ 2% như là phần bù rủi ro. Gần đây Ngân hàng Nhà nước

Việt Nam áp dụng chính sách tự do hóa tài chính, do đó, VNIBOR có thể biến động tùy HIFC chịu ảnh hưởng của rủi ro lãi suất như thế nào ?

Hướng dẫn : Dựa vào thông tin đã cho, bạn xác định lãi suất ròng của HFC như là một hàm số còn phụ thuộc vào VNIBOR. Do đó, khi VNIBOR thay đổi lãi suất ròng của HFC thay đổi theo.

Bài 10 :

SFM là quỹ đầu tư nhỏ chủ yếu huy động vốn của bạn bè và người thân với lãi suất cố định là 9%/năm để hình thành nên quỹ đầu tư. *Gần đây* SFM hình thành danh mục huy động vốn 100 tỷ đồng thời hạn 5 năm. Vốn huy động được SFM sử dụng đầu tư vào thị trường tài chính Việt Nam. Ở thời điểm này VNIBOR là 9% nhưng trong tương lai VNIBOR lên hay xuống không ai biết được vì tùy thuộc vào tình hình cung cầu tín dụng trên thị trường. Giám đốc SFM đang xem xét đầu tư 50 tỷ đồng vào trái phiếu Petrolimex có thời hạn 5 năm trả lài theo định kỳ hàng năm với lãi suất bằng VNIBOR cộng 0,75%. Sau khi tốt nghiệp đại học kinh tế, bạn được tuyển dụng vào làm việc cho SFM. Hãy phân tích và giải thích ảnh hưởng của rủi ro lãi suất như thế nào nếu SFM quyết định đầu tư trái phiếu Petrolimex ?

Hướng dẫn : Dựa vào thông tin đã cho, bạn xác định lãi suất ròng của SFM như là một hàm số còn phụ thuộc vào VNIBOR. *Do đó,* khi VNIBOR thay đổi lãi suất ròng của SFM thay đổi theo.

Bài 11 :

HFC và SFM như vừa đề cập trong câu 9 và 10 đều là khách hàng quen thuộc của Sacombank. Vì lo ngại rủi ro lãi suất có thể tác động đến hoạt động của công ty nên cả hai liên hệ Sacombank và đề nghị thực hiện giao dịch hoán đổi nhằm quản lý rủi ro lãi suất. Với tư cách là nhân viên của Sacombank, bạn hãy :

a. Xác định lãi suất hoán đổi thỏa thuận giữa Sacombank với HFC và SFM. Biết rằng Sacombank chấp nhận được hưởng 20% chênh lệch lãi suất khi thực hiện hoán đổi lãi suất cho khách hàng.

b. Xác định lãi ròng của các bên tham gia giao dịch hoán đổi lãi suất vào năm đầu tiên, biết rằng năm đó VNIBOR tăng 2%.

Bài giải :

a. Xác định lãi suất hoán đổi thỏa thuận giữa Sacombank với HFC và SFM.

Thỏa thuận giữa HFC và Sacombank :

Để tránh rủi ro lãi suất, HFC đề nghị Sacombank trả cho HFC lãi suất thả nổi VNIBOR, đổi lại HFC trả cho Sacombank lãi suất cố định là x% tính trên danh mục 100 tỷ đồng thời hạn 8 năm. Với thỏa thuận này tình hình lãi suất của HFC như sau :

Nhận từ danh mục đầu tư = 12%

Trả cho kỳ phiếu huy động = VNIBOR + 2%

Nhận từ Sacombank = VNIBOR

Trả cho Sacombank = x%

Lãi suất ròng của HFC :

$$12 - (\text{VNIBOR} + 2) + \text{VNIBOR} - x = 10 - x$$

HFC chỉ chấp nhận lãi suất thỏa thuận $x < 10\%$.

Thỏa thuận giữa SFM và Sacombank :

Để tránh rủi ro lãi suất, SFM đề nghị Sacombank trả cho SFM lãi suất cố định y%, đổi lại SFM trả cho Sacombank lãi suất thả nổi tính trên danh mục 50 tỷ đồng thời hạn 5 năm. Với thỏa thuận này tình hình lãi suất của SFM như sau :

Nhận từ danh mục đầu tư = VNIBOR + 0,75%

Trả cho danh mục huy động = 9%

Nhận từ Sacombank = y%

Trả cho Sacombank = VNIBOR

Lãi suất ròng của SFM :

$$\text{VNIBOR} + 0{,}75 - 9 + y - \text{VNIBOR} = y - 8{,}25$$

SFM chỉ chấp nhận lãi suất thỏa thuận $y > 8{,}25\%$.

Sau khi thỏa thuận giao dịch hoán đổi với HFC và SFM, tình hình lãi suất của Sacombank như sau :

Nhận từ HFC = x%

Trả cho HFC = VNIBOR

Nhận từ SFM = VNBOR

Trả cho SFM = y%

Lãi suất ròng của Sacombank = x - y

Sacombank chấp nhận 20% chênh lệch lãi suất hoán đổi cho khách hàng có nghĩa là chấp nhận hưởng (10 - 8,25)20% = 0,35%. Phần còn lại là (10 - 8,25)80% = 1,4% chia đều cho HFC và SFM mỗi bên 0,7%. Do đó, chúng ta có thể xác định lãi suất hoán đổi thỏa thuận giữa các bên phải thỏa mãn các phương trình như sau : 10 - x = 0,7 và y - 8,25 = 0,7. Từ đây, suy ra x = 9,3% và y = 8,95%.

b. Xác định lãi ròng của các bên tham gia giao dịch hoán đổi lãi suất vào năm đầu tiên, biết rằng năm đó VNIBOR tăng 2%.

Do danh mục đầu tư của HFC là 100 tỷ đồng trong khi danh mục đầu tư của SFM chỉ có 50 tỷ đồng nên các bên chỉ có thể thỏa thuận được hợp đồng hoán đổi lãi suất có trị giá là 50 tỷ đồng. Năm đầu tiên VNIBOR tăng 2% tức là lên đến 9(1+2%) = 9,18%. Sử dụng Excel bạn có thể lập bảng tính lãi ròng của các bên tham gia giao dịch như sau :

Với Sacombank		
Năm	0	1
Trị giá HĐ hoán đổi	50,000,000,000	
VNIBOR	9.000%	9.180%
Nhận lãi cố định từ HFC	9.300%	4,650,000,000
Trả lãi tha nổi cho HFC	VNIBOR	4,590,000,000
Lãi ròng đối với HFC		60,000,000
Nhận lãi thả nổi từ SFM	VNIBOR	4,590,000,000
Trả lãi cố định cho SFM	8.950%	4,475,000,000
Lãi ròng đối với SFM		115,000,000
Lãi ròng của Sacombank		175,000,000

Với HFC		
Năm	**0**	**1**
Trị giá HĐ hoán đổi	50,000,000,000	
VNIBOR	9.000%	9.180%
Nhận lãi cố định từ DM đầu tư	12.000%	6,000,000,000.000
Trả lãi thả nổi cho DM huy động	VNIBOR+2%	5,590,000,000
Nhận lãi thả nổi từ Sacombank	VNIBOR	4,590,000,000
Trả lãi cố định cho Sacombank	9.300%	4,650,000,000
Lãi ròng đối với HFC		350,000,000
Với SFM		
Năm	**0**	**1**
Trị giá HĐ hoán đổi	50,000,000,000	
VNIBOR	9.000%	9.180%
Nhận lãi thả nổi từ DM đầu tư	VNIBOR+0,75%	4965000000
Trả lãi cố định cho trái phiếu	9.000%	4,500,000,000
Nhận lãi cố định từ Sacombank	8.950%	4,475,000,000
Trả lãi thả nổi cho Sacombank	VNIBOR	4,590,000,000.000
Lãi ròng đối với SFM		350,000,000

Bài 12 :

Công ty X có danh mục đầu tư trị giá 2 triệu USD có thể tạo ra tỷ suất lợi nhuận cố định là 9%/năm trong thời hạn 6 năm. Để có nguồn vốn đầu tư, công ty vay 2 triệu USD có thời hạn 6 năm với lãi suất thả nổi bằng SIBOR (Singapore Interbank Offer Rate) cộng 50 điểm cơ bản (basic points) từ ngân hàng ABC. Ngày 26/02 công ty X đến liên hệ Saconbank để nhờ tư vấn và thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất nhằm tránh rủi ro lãi suất. Sacombank có thể tìm kiếm trong số khách hàng của mình công ty Y có một khoản vay 2 triệu USD bằng phát hành trái phiếu trong thời hạn 6 năm với lãi suất cố định

là 8%, đồng thời có danh mục đầu tư 2 triệu USD với lãi suất bằng SIBOR cộng 50 điểm. Giả sử bạn là nhân viên của Sacombank tiếp xúc với khách hàng là công ty X và công ty Y, hãy :

a. Phân tích rủi ro lãi suất tác động đến công ty X và Y như thế nào ?

b. Xác định lãi suất thỏa thuận giữa các bên trong giao dịch hoán đổi. Biết rằng Sacombank chấp nhận lấy 20% chênh lệch lãi suất khi thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất cho khách hàng.

c. Xác định lãi ròng Sacombank phải thanh toán theo định kỳ hàng năm cho khách hàng với kỳ vọng rằng SIBOR tăng hàng năm 4% trong ba năm đầu và SIBOR giảm hàng năm 5% trong những năm còn lại. Biết rằng SIBOR hiện tại là 7,5%.

d. Chứng minh qua giao dịch hoán đổi, các bên bao gồm công ty X, công ty Y và Sacombank đều không còn rủi ro lãi suất.

Bài giải :

a. Phân tích rủi ro lãi suất tác động đến công ty X và Y như thế nào ?

Với công ty X :

Danh mục đầu tư = 2 triệu USD, thời hạn 6 năm

Lãi suất thu = 9%/năm

Danh mục huy động vốn = 2 triệu USD, thời hạn 6 năm

Lãi suất chi = SIBOR + 0,5%

Lãi suất ròng hàng năm = 9 - (SIBOR + 0,5) = 8,5 - SIBOR

Rủi ro của công ty X là SIBOR có thể lớn hơn 8,5%.

Với công ty Y :

Danh mục đầu tư = 2 triệu USD, thời hạn 6 năm

Lãi suất thu = SIBOR + 0,5%

Phát hành trái phiếu = 2 triệu USD, thời hạn 6 năm

Lãi suất chi = 8%

Lãi suất ròng hàng năm = (SIBOR + 0,5) - 8 = SIBOR - 7,5

Rủi ro của công ty X là SIBOR có thể thấp hơn 7,5%.

b. Xác định lãi suất thỏa thuận giữa các bên trong giao dịch hoán đổi.

Nếu thực hiện giao dịch hoán đổi lãi suất, công ty X sẽ thỏa thuận trả lãi suất cố định x% cho Sacombank đổi lại Sacombank trả lãi suất SIBOR cho công ty X. Tương tự, Sacombank trả lãi suất cố định y% cho công ty Y và đổi lại công ty Y trả lãi suất SIBOR cho Sacombank. Kết quả các bên có được lãi suất ròng như sau :

Với công ty X :

Lãi suất thu từ danh mục đầu tư = 9%/năm

Lãi suất chi = SIBOR + 0,5%

Lãi suất nhận từ Sacombank = SIBOR

Lãi suất trả cho Sacombank = x%

Lãi suất ròng hàng năm :

$$9 - (SIBOR + 0,5) + SIBOR - x = 8,5 - x$$

Với công ty Y :

Lãi suất thu = SIBOR+0,5%

Lãi suất chi = 8%

Lãi suất nhận từ Sacombank = y%

Lãi suất trả cho Sacombank = SIBOR

Lãi suất ròng hàng năm :

$$(SIBOR + 0,5) - 8 + y - SIBOR = y - 7,5$$

Công ty X chỉ chấp nhận lãi suất hoán đổi nhỏ hơn 8,5% và công ty Y chỉ chấp nhận lãi suất hoán đổi lớn hơn 7,5%. Chênh lệch lãi suất 1% phải được chia cho các bên. Biết rằng Sacombank chấp nhận 20% chênh lệch lãi suất tức là 1% x 0,2 = 0,2%. Vậy còn 0,8%. công ty X và công ty Y mỗi bên chia nhau 0,4%. Do đó, chúng ta có thể xác định lãi suất hoán đổi cho các các bên như sau :

$$8,5 - x = 0,4$$

$$y - 7,5 = 0,4$$

Từ đây suy ra, x = 8,1% là lãi suất mà công ty X trả cho Sacombank để đổi lấy lãi suất SIBOR và y = 7,9% là lãi suất Sacombank trả cho công ty Y để đổi lấy lãi suất SIBOR.

c. Xác định lãi ròng Sacombank phải thanh toán theo định kỳ hàng năm cho khách hàng.

Dựa vào thông tin về lãi suất SIBOR và lãi suất thỏa thuận trong giao dịch hoán đổi vừa xác định ở câu b, bạn có thể sử dụng Excel để lập bảng tính lãi ròng Sacombank phải thanh toán cho các bên như sau :

Với Sacombank							
Năm	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Trị giá HĐ hoán đổi (USD)	2,000,000						
SIBOR	7.50%	7.800%	8.112%	8.436%	8.015%	7.614%	7.233%
Nhận lãi cố định từ công ty X	8.100%	162,000	162,000	162,000	162,000	162,000	162,000
Trả lãi thả nổi cho công ty X	SIBOR	156,000	162,240	168,730	160,293	152,278	144,665
Lãi ròng đối với công ty X		6,000	(240)	(6,730)	1,707	9,722	17,335
Nhận lãi thả nổi từ công ty Y	SIBOR	156,000	162,240	168,730	160,293	152,278	144,665
Trả lãi cố định cho công ty Y	7.900%	158,000	158,000	158,000	158,000	158,000	158,000
Lãi ròng đối với công ty Y		(2,000)	4,240	10,730	2,293	(5,722)	(13,335)
Lãi ròng của Sacombank		4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Với công ty X							
Năm	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Trị giá HĐ hoán đổi (USD)	2,000,000						
SIBOR	7.50%	7.800%	8.112%	8.436%	8.015%	7.614%	7.233%
Nhận lãi cố định từ DM đầu tư	9.000%	180000	180000	180000	180000	180000	180000
Trả lãi vay thả nổi	SIBOR + 0.5%	166,000	172,240	178,730	170,293	162,278	154,665
Nhận lãi thả nổi từ Sacombank	SIBOR	156,000	162,240	168,730	160,293	152,278	144,665
Trả lãi cố định cho Sacombank	8.100%	162,000	162,000	162,000	162,000	162,000	162,000
Lãi ròng đối với công ty X		8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Với công ty Y							
Năm	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Trị giá HĐ hoán đổi (USD)	2,000,000						
SIBOR	7.50%	7.800%	8.112%	8.436%	8.015%	7.614%	7.233%
Nhận lãi thả nổi từ DM đầu tư	SIBOR + 0,5%	166000	172240	78729.6	70293.1	62278.5	54664.5

Năm	0	1	2	3	4	5	6
Trả lãi cố định cho trái phiếu	8%	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
Nhận lãi cố định từ Sacombank	7.900%	158,000	158,000	158,000	158,000	158,000	158,000
Trả lãi thả nổi cho Sacombank	SIBOR	156,000	162,240	168,730	160,293	152,278	144,665
Lãi ròng đối với công ty Y		8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000

d. Chứng minh qua giao dịch hoán đổi, các bên bao gồm công ty X, công ty Y và Sacombank đều không còn rủi ro lãi suất.

Bảng tính lãi ròng định kỳ ở câu c cho thấy hàng năm mỗi bên đều nhận được lãi ròng cố định như sau : Sacombank được 4.000 USD, công ty X và công ty Y mỗi công ty được 8.000 USD bất chấp lãi suất SIBOR tăng hay giảm như thế nào. Điều này chứng tỏ rằng sự biến động của SIBOR không còn ảnh hưởng đến các bên tham gia giao dịch hoán đổi.

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

Công ty Nguyễn Kim ký hợp đồng bán hàng trả chậm thời hạn 3 tháng cho công ty Thương Mại Cần Thơ lô hàng điện máy trị 2.520 triệu đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và VCB, công ty Nguyễn Kim sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước của VCB với những cam kết sau :

- Lãi suất chiết khấu mà ngân hàng áp dụng khi cung cấp dịch vụ bao thanh toán là 10,25%/năm cộng biên độ 0,65% và ngân hàng ứng trước 70% trị giá hóa đơn.
- Phí bao thanh toán của ngân hàng là 0,2% trên trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Hãy xác định số tiền doanh nghiệp nhận được khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán.

Bài 2 :

Công ty Bibica ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho Công ty Thương Mại và Dịch vụ Hạ Long lô hàng bánh kẹo trị giá 3.520 triệu đồng. Trong thỏa thuận giữa hai bên mua bán và ACB về sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước có những cam kết sau :

- ACB ứng trước 80% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,95%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,75%.
- Phí theo dõi khoản phải thu và thu hồi nợ là 0,15% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Hãy xác định xem số tiền công ty nhận được là bao nhiêu ở hai thời điểm :

a. Xuất trình hóa đơn ?

b. Quyết toán hợp đồng bao thanh toán ?

Bài 3 :

Công ty Vinacook đang xem xét ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho Công ty Thương Mại Hà Nội lô hàng mì ăn liền trị giá 1 tỷ đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và ACB nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước các điều khoản cam kết trong hợp đồng bao thanh toán như sau :

- ACB ứng trước 80% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,85%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,50%.
- Phí theo dõi khoản phải thu và thu hồi nợ là 0,20% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Bạn hãy sử dụng Excel để tính toán và tư vấn cho công ty xem có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không ? Biết rằng chi phí cơ hội vốn của Vinamilk là 10%.

Bài 4 :

Công ty nước suối Lavie đang xem xét ký hợp đồng bán hàng trả chậm trong thời hạn 6 tháng cho Công ty Thương Mại Hoàng Lan lô

hàng nước suối trị giá 5 tỷ đồng. Theo thỏa thuận giữa hai bên mua bán và OCB nếu sử dụng dịch vụ bao thanh toán trong nước các điều khoản cam kết trong hợp đồng bao thanh toán như sau :

- OCB ứng trước 70% trị giá hợp đồng bao thanh toán cho bên bán với lãi suất bằng lãi suất cho vay ngắn hạn hiện hành là 0,85%/tháng cộng phí bảo đảm rủi ro tín dụng là 0,65%.
- Phí theo dõi khoản phải thu và thu hồi nợ là 0,25% trị giá hợp đồng bao thanh toán.

Bạn hãy sử dụng Excel để tính toán và tư vấn cho công ty xem có nên sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không ? Biết rằng doanh nghiệp không thể tự ước lượng được chi phí cơ hội sử dụng vốn của mình.

Bài 5 :

Công ty Agifish ký hợp đồng bán hàng trả chậm thời hạn 9 tháng cho công ty Johnson Ltd. lô hàng cá ba sa phi lê trị giá 320.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Agifish sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1,2% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất chiết khấu của VCB là 6%/năm cộng biên độ 0,25%.
- VCB ứng trước 80% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Hãy xác định số tiền công ty nhận được khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán.

Bài 6 :

Công ty Incomfish ký hợp đồng xuất khẩu tôm trả chậm thời hạn 3 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Nhật. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 350.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu

và VCB. Incomfish sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất chiết khấu của VCB là 6%/năm cộng biên độ 0,35%.
- VCB ứng trước 85% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Hãy xác định số tiền công ty nhận được khi xuất trình hóa đơn và khi quyết toán hợp đồng bao thanh toán. Biết rằng Incomfish giao hàng thành nhiều đợt mỗi đợt có trị giá hóa đơn là 35.000 USD nhưng chỉ xuất trình hóa đơn thanh toán một lần vào đợt giao hàng cuối cùng.

Bài 7 :

Công ty Minh Minh đang xem xét sử dụng dịch vụ bao thanh toán khi ký hợp đồng xuất khẩu mực trả chậm thời hạn 9 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Nhật. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 250.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Minh Minh sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT không có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất cho vay ngắn hạn của VCB là 5,95%/năm cộng biên độ 0,25%.
- VCB ứng trước 80% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Do bao thanh toán là dịch vụ mới nên giám đốc công ty Minh Minh chưa thể quyết định có nên sử dụng hay không. Giả sử bạn là

nhân viên tín dụng của VCB phụ trách nghiệp vụ bao thanh toán cho khách hàng trên, hãy :

a. Tư vấn cho khách hàng về những tiện ích của bao thanh toán.

b. Xác định số tiền khách hàng nhận được trong trường hợp sử dụng và không sử dụng bao thanh toán.

c. Bạn khuyên doanh nghiệp nên hay không nên sử dụng bao thanh toán ? Tại sao ? Biết rằng chi phí cơ hội vốn của doanh nghiệp là 9%.

Bài 8 :

Công ty cổ phần Minh Phú đang xem xét sử dụng dịch vụ bao thanh toán khi ký hợp đồng xuất khẩu tôm trả chậm thời hạn 3 tháng cho doanh nghiệp là một công ty Mỹ. Trị giá lô hàng xuất khẩu là 450.000 USD. Theo thỏa thuận giữa hai bên xuất nhập khẩu và VCB, Minh Phú sử dụng dịch vụ bao thanh toán xuất khẩu của VCB với những cam kết như sau :

- Phí quản lý : 0,20%/doanh số BTT.
- Phí xử lý hóa đơn : 10 USD/hóa đơn.
- Phí đại lý BTT bên mua theo thông báo của đại lý là 1% trị giá bao thanh toán.
- Lãi suất ứng trước áp dụng đối với trường hợp BTT không có bảo đảm rủi ro tín dụng bằng lãi suất cho vay ngắn hạn của VCB là 6%/năm cộng biên độ 0,35%.
- VCB ứng trước 85% trị giá bao thanh toán cho doanh nghiệp.

Do bao thanh toán là dịch vụ mới nên giám đốc công ty Minh Phú chưa thể quyết định có nên sử dụng hay không. *Giả sử* bạn là nhân viên tín dụng của VCB phụ trách nghiệp vụ bao thanh toán cho doanh nghiệp nên hay không nên sử dụng bao thanh toán ?

Bài 9 :

Ngân hàng Mỹ Xuyên là ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn huy động 20 tỷ đồng vốn dài hạn 5 năm với lãi suất cố định là 10,2%. Vốn huy động được Mỹ Xuyên đầu tư vào trái phiếu thả nổi của BIDV thời hạn 5 năm với lãi suất thả nổi bằng VNIBOR cộng 0,75%.

Ngân hàng An Bình là ngân hàng thương mại cổ phần đô thị huy động vốn dài hạn 5 năm theo lãi suất thả nổi bằng VNIBOR cộng 1%. Vốn huy động được An Bình cho vay dài hạn 5 năm với lãi suất là 12%. *Gần đây* cả hai ngân hàng này được biết Sacombank có cung cấp giao dịch hoán đổi lãi suất nhằm tạo ra công cụ giúp khách hàng quản lý rủi ro lãi suất. Mỹ Xuyên và An Bình đã liên hệ với Sacombank thỏa thuận giao dịch hoán đổi lãi suất. An Bình đề nghị Sacombank trả cho An Bình lãi suất thả nổi và An Bình trả lại cho Sacombank lãi suất cố định. Mỹ Xuyên đề nghị Sacombank trả cho Mỹ Xuyên lãi suất cố định và Mỹ Xuyên trả lại cho Sacombank lãi suất thả nổi. Giả sử bạn là nhân viên của Sacombank, hãy xác định lãi suất cố định thỏa thuận giữa Sacombank với An Bình và Mỹ Xuyên. Chứng minh rằng với giao dịch hoán đổi này các bên có thể quản lý được rủi ro lãi suất.

Bài 10 :

Phòng đầu tư của Sacombank vừa báo cáo lên Tổng giám đốc rằng hiện tại phòng có danh mục đầu tư 10 triệu USD thời hạn 10 năm với tỷ suất lợi nhuận cố định là 8%. Mặt khác, Phòng nguồn vốn cũng báo cáo rằng phòng hiện có danh mục huy động vốn 10 triệu USD thời hạn 10 năm theo lãi suất thả nổi bằng LIBOR cộng 50 điểm cơ bản. ANZ là ngân hàng lớn có chi nhánh hoạt động ở nhiều nước trên thế giới đồng thời là ngân hàng cổ đông chiến lược của Sacombank. Giả sử bạn là trợ lý Tổng giám đốc Sacombank và được yêu cầu : (1) phân tích rủi ro lãi suất tác động như thế nào khi Sacombank có danh mục huy động vốn và đầu tư như trên, (2) thỏa thuận giao dịch hoán đổi với ANZ để quản lý rủi ro lãi suất. Hãy trình bày rõ ràng và chi tiết để đáp ứng yêu cầu do Tổng giám đốc đưa ra.

Chương 17

QUẢN LÝ RỦI RO TỶ GIÁ VÀ TỔN THẤT NGOẠI HỐI

■ MỤC TIÊU :

Chương này trình bày các giải pháp quản lý rủi ro tỷ giá ngân hàng cung cấp cho khách hàng là doanh nghiệp nhằm tránh tổn thất ngoại hối có thể xảy ra khi tỷ giá biến động. Học xong chương này, bạn có thể :

1. Hiểu và vận dụng được từng giải pháp phòng ngừa và quản lý tổn thất giao dịch khi doanh nghiệp có khoản phải thu hoặc khoản phải trả bằng ngoại tệ sẽ đến hạn trong tương lai.
2. Hiểu và vận dụng được các giải pháp phòng ngừa và quản lý tổn thất kinh tế cho doanh nghiệp khi tỷ giá biến động.

1. CÁC GIẢI PHÁP PHÒNG NGỪA TỔN THẤT GIAO DỊCH KHOẢN PHẢI THU NGOẠI TỆ

Chương 15 đã nhận dạng và phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro tỷ giá. *Trong chương 17 này*, chúng ta sẽ xem xét chi tiết các giải pháp quản lý và kiểm soát rủi ro tỷ giá[1]. Thời gian qua, một số ngân hàng thương mại như VCB, ACB, VAB, Eximbank và Techcombank đã triển khai cung cấp các giao dịch phái sinh như là giải pháp giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro ngoại hối. *Tuy nhiên*, giao dịch phái sinh là giao dịch khá mới cho nên các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp còn thiếu kiến thức và kinh nghiệm, chưa thể mạnh dạn sử dụng các giao dịch này.

---

(1) Các giải pháp quản lý rủi ro tỷ giá dựa trên nền tảng kiến thức giao dịch ngoại hối. Nếu bạn cảm thấy khó hiểu do chưa có được nền tảng kiến thức về ngoại hối, xin xem thêm Trần Hoàng Ngân và Nguyễn Minh Kiều, *Thanh toán quốc tế*, NXB Thống kê, 2007.

Phần này lần lượt trình bày những hướng dẫn chi tiết cho các doanh nghiệp, các nhà đầu tư và cá nhân sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải thu ngoại tệ, dựa trên cơ sở kết hợp lý thuyết, thực tiễn và kinh nghiệm của các nước phát triển.

1.1. Mô tả tình huống cụ thể :

Doanh nghiệp có nhu cầu sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch ngoại hối khi liên quan đến các khoản phải thu bằng ngoại tệ trong tương lai. Các khoản phải thu có thể đến từ các hoạt động cụ thể sau đây : phải thu từ hợp đồng xuất khẩu, phải thu từ hoạt động đầu tư tài chính, phải thu từ hoạt động tín dụng, bao gồm thu tiền gốc và lãi cho vay, và phải thu từ bất kỳ khoản phát sinh nào khác. Các khoản phải thu này, nói chung cho dù từ hoạt động nào, sẽ hình thành nên trạng thái *ngoại tệ thừa* hay còn gọi là trạng thái *ngoại tệ dương* (long) đối với doanh nghiệp. Để thuận tiện cho việc hướng dẫn, ở đây xem khoản phải thu từ hợp đồng xuất khẩu như là tình huống điển hình của trạng thái ngoại tệ dương. *Trên thực tế,* bạn có lẽ thường xuyên gặp tình huống tương tự tình huống này khi tiếp xúc với doanh nghiệp.

***Ví dụ 1 :* Minh họa tình huống sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch ngoại tệ.**

Chẳng hạn xem xét tình huống như sau :

- Tên công ty xuất khẩu : Export Co. Ltd.
- Trị giá hợp đồng : 1 triệu USD.
- Thời hạn thanh toán : 6 tháng.
- Tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm ký hợp đồng : 15.990 – 15.992.
- Tỷ giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn : chưa biết.

Vấn đề đặt ra là rủi ro ngoại hối phát sinh như thế nào và làm sao để phòng ngừa rủi ro đối với khoản phải thu ngoại tệ trong tình huống vừa đặt ra ? Dưới đây sẽ lần lượt hướng dẫn doanh nghiệp nhận dạng rủi ro và lựa chọn các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải thu bằng ngoại tệ.

1.2. Phân tích rủi ro :

Trong tình huống trên, do chưa biết được tỷ giá giao ngay USD/VND khi hợp đồng đến hạn thanh toán nên Export Co. Ltd đứng trước rủi ro nếu USD giảm giá so với VND ở thời điểm thanh toán. Sự giảm giá này của USD có thể gây ra cho Export Co. Ltd tổn thất giao dịch bằng trị giá hợp đồng nhân cho chênh lệch tỷ giá giữa hai thời điểm thanh toán và ký kết hợp đồng. *Tuy nhiên,* nếu đến thời điểm thanh toán, USD không giảm mà lên giá so với VND thì Export Co. Ltd có lợi. Do đó, Export Co. Ltd phải lựa chọn : (1) chủ động phòng ngừa rủi ro ngoại hối nhằm ngăn chặn tổn thất giao dịch, hoặc (2) thụ động chờ đến khi hợp đồng đến hạn nhận USD và bán theo tỷ giá giao ngay ở thời điểm đáo hạn. Nếu chủ động phòng ngừa Export Co. Ltd có thể sử dụng các giải pháp sẽ trình bày dưới đây. Nếu không chủ động phòng ngừa, Export Co. Ltd chấp nhận rủi ro do quyết định mang tính đầu cơ của mình.

1.3. Hướng dẫn sử dụng các giải pháp phòng ngừa :

Để tránh tổn thất ngoại hối do USD giảm giá so với VND, Export Co. Ltd có thể áp dụng một trong các giải pháp phòng ngừa sau đây : (1) sử dụng hợp đồng kỳ hạn, (2) sử dụng hợp đồng hoán đổi, (3) sử dụng hợp đồng giao sau, (4) sử dụng hợp đồng quyền chọn, (5) sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ. Mỗi giải pháp sẽ được hướng dẫn cụ thể dưới đây, trong đó sẽ lần lượt trình bày nguyên tắc sử dụng, các giao dịch cụ thể, khả năng kiểm soát rủi ro, đưa ra nhận xét ưu nhược điểm của từng giải pháp đối với doanh nghiệp và tư vấn lựa chọn giải pháp phù hợp.

1.3.1. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng kỳ hạn :

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất ngoại hối trong tình huống này, công ty xuất khẩu cần liên hệ với ngân hàng thương mại để bán ngoại tệ theo hợp đồng kỳ hạn[1]. Ngân hàng dựa vào tỷ giá giao ngay ở thời điểm hiện tại, lãi suất ngắn hạn của ngoại tệ và nội tệ, và thời hạn hợp đồng để xác định và chào tỷ giá mua ngoại tệ kỳ hạn cho công ty xuất khẩu. Tỷ giá này là tỷ giá cố định và biết trước khi hợp đồng đến hạn, nên rủi ro ngoại hối do biến động tỷ giá được loại trừ.

(1) Muốn biết thêm chi tiết về giao dịch kỳ hạn, xin xem Trần Hoàng Ngân và Nguyễn Minh Kiều, *Thanh toán quốc tế,* NXB Thống Kê 2007.

Các giao dịch cụ thể – Sử dụng hợp đồng kỳ hạn, Export Co. Ltd sẽ lần lượt thực hiện các giao dịch ở hai thời điểm ký kết và đến hạn hợp đồng. *Ở thời điểm ký kết, tức thời điểm hiện tại :*

- Export Co. Ltd bán ngoại tệ cho VCB theo hợp đồng kỳ hạn 6 tháng theo tỷ giá mua kỳ hạn.
- VCB sử dụng thông tin tỷ giá giao ngay ở thời điểm hiện tại, lãi suất kỳ hạn 6 tháng của USD và VND, thời hạn hợp đồng để xác định và chào cho Export Co. Ltd tỷ giá mua kỳ hạn là F_m(USD/VND) được xác định như sau :

$$F_m(USD/VND) = S_m + \frac{S_m\,[(LSTG(VND) - LSCV(USD)]\,n}{100 \times 360}$$

$$= 15.990 + \frac{15.990\,(7{,}8 - 4{,}25)\,180}{36.000} = 16.273$$

trong đó S_m = 15.990 là tỷ giá mua giao ngay USD/VND, LSTG (VND) = 7,8% là lãi suất tiền gửi VND, LSCV(USD) = 4,25% là lãi suất cho vay ngoại tệ, và n = 180 ngày là thời hạn của hợp đồng.

Lưu ý ở thời điểm này chưa có chuyển giao ngoại tệ giữa hai bên, nhưng với tỷ giá biết trước và cố định F_m(USD/VND) = 16.273, Export Co. Ltd biết chắc sẽ nhận được số tiền xuất khẩu là 1 triệu USD x 16.273 = 16.273 triệu VND bất chấp tỷ giá giao ngay USD/VND lúc hợp đồng đến hạn là bao nhiêu.

Ở thời điểm đến hạn, tức thời điểm tương lai 6 tháng sau, Export Co. Ltd có các giao dịch sau :

- Nhận 1 triệu USD từ hợp đồng xuất khẩu do nhà nhập khẩu chi trả.
- Chuyển giao cho VCB 1 triệu USD theo hợp đồng bán ngoại tệ kỳ hạn và nhận từ VCB số tiền là 1 triệu USD x 16273 = 16.273 triệu VND.

Khả năng kiểm soát rủi ro – Với hợp đồng bán ngoại tệ kỳ hạn cho ngân hàng, Export Co. Ltd biết trước và chắc chắn doanh thu xuất khẩu của mình quy ra VND sẽ là 16.273 triệu đồng, cho dù tỷ giá giao ngay USD/VND lúc hợp đồng đến hạn thanh toán là bao nhiêu. Như vậy, qua việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn, Export Co. Ltd đã loại trừ được rủi ro ngoại hối.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn để tránh rủi ro và ngăn ngừa tổn thất giao dịch đối với công ty xuất khẩu, như vừa trình bày trên đây, có ưu điểm là rất hiệu quả, đơn giản, dễ sử dụng và dễ thương lượng hợp đồng với các ngân hàng thương mại. Thế nhưng giải pháp này có nhược điểm là :

- Chỉ áp dụng được trong trường hợp hai bên tham gia hợp đồng không có nhu cầu chuyển giao ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao dịch.
- Doanh nghiệp có thể bị thiệt nếu như tỷ giá mua giao ngay ở thời điểm đáo hạn không giảm xuống thấp hơn tỷ giá mua kỳ hạn.

Tư vấn lựa chọn – Từ những ưu, nhược điểm như đã phân tích trên đây, doanh nghiệp nên lựa chọn sử dụng hợp đồng kỳ hạn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối khi nào :

- Hai bên tham gia hợp đồng, đặc biệt là doanh nghiệp, không có nhu cầu chuyển giao ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao dịch.
- Doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận thiệt hại nếu như tỷ giá mua giao ngay ở thời điểm đáo hạn không giảm xuống thấp hơn tỷ giá mua kỳ hạn và đổi lại nhận được sự yên tâm do đã loại trừ được rủi ro và tổn thất ngoại hối. Số tiền thiệt hại (nếu có) này ví như là chi phí mua bảo hiểm rủi ro biến động tỷ giá.

1.3.2. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng hoán đổi :

Nguyên tắc sử dụng – Cách thức sử dụng hợp đồng hoán đổi[1] để phòng ngừa rủi ro ngoại hối cũng tương tự như là sử dụng hợp đồng kỳ hạn. Chỉ có điểm khác biệt là hợp đồng hoán đổi nên được sử dụng, thay vì sử dụng hợp đồng kỳ hạn, khi nào doanh nghiệp vừa có nhu cầu mua giao ngay ở thời điểm hiện tại, đồng thời vừa có nhu cầu bán kỳ hạn cùng số lượng ngoại tệ ấy ở thời điểm đáo hạn. Chẳng hạn, trong tình huống đặt ra, nếu Export Co. Ltd cần mua giao ngay 1 triệu USD ở thời điểm hiện tại, đồng thời cần bán kỳ hạn 1 triệu USD ở thời điểm tương lai 6 tháng sau thì Export Co. Ltd có thể liên hệ với VCB để thỏa thuận giao dịch hoán đổi.

(1) Muốn biết thêm chi tiết về giao dịch hoán đổi, xin xem Trần Hoàng Ngân và Nguyễn Minh Kiều, *Thanh toán quốc tế*, NXB Thống Kê 2007.

Các giao dịch cụ thể – Với hợp đồng hoán đổi, đứng trên góc độ doanh nghiệp, Export Co. Ltd thực hiện kết hợp hai giao dịch mua 1 triệu USD giao ngay ở thời điểm thỏa thuận và bán kỳ hạn 1 triệu USD ở thời điểm hợp đồng đáo hạn. Ngược lại, VCB thực hiện kết hợp hai giao dịch bán giao ngay ở thời điểm thỏa thuận và mua kỳ hạn ở thời điểm đáo hạn 1 triệu USD. *Ở thời điểm thỏa thuận* có các giao dịch như sau :

- Export Co. Ltd mua giao ngay 1 triệu USD theo tỷ giá bán S_b = 15.992, do đó, phải chi ra cho VCB 15.992 triệu VND. Đối ứng lại, VCB bán giao ngay cho Export Co. Ltd 1 triệu USD theo tỷ giá bán S_b = 15.992, do đó, nhận được 15.992 triệu VND từ Export Co. Ltd.
- Export Co. Ltd bán kỳ hạn 1 triệu USD cho VCB theo tỷ giá mua F_m = 16.273 (cách xác định như trong hợp đồng kỳ hạn). Đối ứng lại, VCB đồng ý mua kỳ hạn 1 triệu USD của Export Co. Ltd theo tỷ giá mua F_m = 16.273.

Sáu tháng sau hợp đồng hoán đổi giữa VCB và Export Co. Ltd đáo hạn. *Ở thời điểm đáo hạn* có các giao dịch như sau :

- Export Co. Ltd nhận được 1 triệu USD từ hợp đồng xuất khẩu đến hạn do nhà nhập khẩu chi trả.
- Export Co. Ltd chuyển giao 1 triệu USD cho VCB theo hợp đồng bán ngoại tệ kỳ hạn và nhận được VND theo tỷ giá F_m = 16.273, do đó, chắc chắn có được 16.273 triệu VND. Đối ứng lại, VCB nhận 1 triệu USD từ Export Co. Ltd và chi trả 16.273 triệu VND theo tỷ giá mua kỳ hạn F_m = 16.273, bất chấp tỷ giá giao ngay lúc này là bao nhiêu.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Việc sử dụng hợp đồng hoán đổi để tránh rủi ro và ngăn ngừa tổn thất giao dịch đối với công ty xuất khẩu như vừa trình bày trên đây có ưu điểm là rất hiệu quả, dễ sử dụng, dễ thương lượng hợp đồng với các ngân hàng thương mại, và đặc biệt là khắc phục được nhược điểm của hợp đồng kỳ hạn khi doanh nghiệp vừa có nhu cầu mua ngoại tệ giao ngay ở hiện tại, vừa có nhu cầu bán ngoại tệ kỳ hạn ở tương lai. Thế nhưng, giải pháp này vẫn còn nhược điểm. Cũng như hợp đồng kỳ hạn, nó là hợp đồng bắt buộc, do đó, doanh nghiệp có thể bị thiệt nếu như tỷ giá mua giao ngay ở thời điểm đáo hạn không giảm xuống thấp hơn tỷ giá mua kỳ hạn đã thỏa thuận với ngân hàng.

Tư vấn lựa chọn – Từ những ưu, nhược điểm như đã phân tích trên đây, doanh nghiệp nên lựa chọn sử dụng hợp đồng hoán đổi như là giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi nào :

- Hai bên tham gia hợp đồng, đặc biệt là nhà xuất khẩu, vừa có nhu cầu mua giao ngay ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao dịch, đồng thời vừa có nhu cầu bán ngoại tệ kỳ hạn ở thời điểm tương lai.
- Doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận thiệt hại nếu như tỷ giá mua giao ngay ở thời điểm đáo hạn không giảm xuống thấp hơn tỷ giá mua kỳ hạn và đổi lại nhận được sự yên tâm do đã loại trừ được rủi ro và tổn thất ngoại hối.

Nghiên cứu lý thuyết cũng như kinh nghiệm thực tiễn sử dụng hợp đồng kỳ hạn và hoán đổi cho thấy rằng hai loại hợp đồng này chỉ quan tâm đến tỷ giá ở hai thời điểm ký kết và đến hạn hợp đồng, chứ không quan tâm đến sự thay đổi của tỷ giá trong khoảng thời gian giữa hai thời điểm này. Chính điều này có thể dẫn đến nhược điểm hay một nghịch lý khi sử dụng hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi. *Chẳng hạn,* trong tình huống vừa phân tích trên đây, sau khi ký kết hợp đồng bán ngoại tệ kỳ hạn cho VCB, tỷ giá giao ngay USD/VND giảm thì nhà xuất khẩu cảm thấy có lợi. Nhưng lợi ở đây chỉ là lợi cảm nhận được, chứ không phải lợi bằng tiền thực sự vì lúc này hợp đồng chưa đến hạn. *Thế nhưng,* nghịch lý có thể xảy ra là đến khi hợp đồng đến hạn thì tỷ giá giao ngay USD/VND lại tăng đến mức cao hơn tỷ giá kỳ hạn đã thỏa thuận. *Khi ấy,* nhà xuất khẩu sẽ vô cùng tiếc rẻ nhưng vẫn không thể làm được gì hơn.

Để tránh nghịch lý này, nhằm thỏa mãn tối đa nhu cầu của doanh nghiệp, ngân hàng thương mại hay nói đúng hơn là các nhà cung cấp dịch vụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối ở các nước phát triển đưa ra loại giao dịch mới, có thể khắc phục được nhược điểm vừa phân tích của hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi. Đó chính là giao dịch giao sau (hay còn gọi là hợp đồng tương lai), sắp sửa xem xét dưới đây.

1.3.3. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng giao sau :

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất giao dịch do biến động tỷ giá ngoại tệ khi có khoản phải thu từ hợp đồng xuất khẩu, công ty xuất khẩu có thể bán ngoại tệ theo hợp đồng giao sau[1], có trị giá và

(1) Muốn biết thêm chi tiết về giao dịch kỳ giao sau, xin xem Trần Hoàng Ngân và Nguyễn Minh Kiều, *Thanh toán quốc tế,* NXB Thống Kê 2007.

thời hạn tương đương với trị giá và thời hạn thanh toán của hợp đồng xuất khẩu, trên thị trường ngoại tệ giao sau. *Khi ấy,* cùng một lúc công ty xuất khẩu nắm giữ hai loại hợp đồng : (1) hợp đồng xuất khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, và (2) hợp đồng giao sau được ghi nhận và thanh toán hàng ngày (daily mark to market). Tỷ giá giao ngay và giá trị hợp đồng giao sau có tương quan cùng chiều với nhau và có hai khả năng cần lưu ý xảy ra : *Thứ nhất là* ngoại tệ giảm giá so với nội tệ và thứ hai là ngoại tệ lên giá so với nội tệ.

- Nếu ngoại tệ giảm giá so với nội tệ thì công ty có lãi từ hợp đồng giao sau nhưng bị thiệt hại từ hợp đồng xuất khẩu. Lấy lãi từ hợp đồng này bù đắp cho thiệt hại của hợp đồng kia. *Kết quả là* công ty kiểm soát được rủi ro ngoại hối và tổn thất giao dịch.
- Nếu ngoại tệ lên giá so với nội tệ thì công ty có lãi do chênh lệch tỷ giá từ khoản phải thu của hợp đồng xuất khẩu nhưng bị lỗ từ hợp đồng giao sau. Lấy lãi từ hợp đồng này bù đắp cho lỗ từ hợp đồng kia. Kết quả là rủi ro ngoại hối và tổn thất giao dịch cũng được kiểm soát.

Giao dịch cụ thể – Trong tình huống của Export Co. Ltd, để kiểm soát tổn thất giao dịch ngoại hối, Export Co. Ltd thực hiện bán 100 hợp đồng ngoại tệ giao sau, mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD với thời hạn 6 tháng. Các giao dịch xảy ra trong thời hạn hợp đồng 6 tháng bao gồm :

- *Ở thời điểm thỏa thuận* : Export Co. Ltd mở tài khoản thanh toán với phòng thanh toán bù trừ trực thuộc sở giao dịch và ký quỹ lần đầu theo yêu cầu của sở giao dịch. Chẳng hạn ký quỹ mỗi hợp đồng là 1,5 triệu VND. Tổng số tiền ký quỹ sẽ là 1,5 x 100 = 150 triệu VND.
- *Giữa hai thời điểm thỏa thuận và đáo hạn* : Giao dịch ghi nhận và thanh toán hàng ngày đối với hợp đồng giao sau, ký quỹ duy trì mức tối thiểu theo yêu cầu của Sở giao dịch, chẳng hạn 1 triệu VND cho mỗi hợp đồng. Trong khoảng thời gian này, hàng ngày có hai khả năng xảy ra :
  - Một là, USD giảm giá so với VND, Export Co. Ltd sẽ lãi từ hợp đồng giao sau và được ghi có vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng $100(10.000)(S_{t+1} - S_t)$, trong đó S_t là tỷ giá giao ngay vào ngày t và $S_t < S_{t+1}$.

- Hai là, USD lên giá so với VND, Export Co. Ltd sẽ lỗ từ hợp đồng giao sau và bị ghi nợ vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng : $100(10.000)(S_t - S_{t+1})$, trong đó $S_t > S_{t+1}$.

- *Ở thời điểm đáo hạn* : Giao dịch bán 1 triệu USD theo tỷ giá giao ngay khi hợp đồng xuất khẩu đến hạn thanh toán. Lúc ấy có hai khả năng xảy ra :

  - Một là, tỷ giá USD/VND ở thời điểm đáo hạn, S_{180}, thấp hơn tỷ giá giao ngay ở thời điểm thỏa thuận, S_0. Khi ấy, Export Co. Ltd bị thiệt hại một số tiền bằng $1(S_0 - S_{180})$ triệu VND, do USD giảm giá so với VND. Mặt khác, Export Co. Ltd lãi từ hợp đồng giao sau, do USD giảm giá so với VND, và hàng ngày được ghi có vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng $100(10.000)(S_{t+1} - S_t)$, trong đó S_t là tỷ giá giao ngay vào ngày t và $S_t < S_{t+1}$. Số tiền lãi tích lũy hàng ngày này sẽ được sử dụng để làm giảm thiểu tổn thất của khoản phải thu. Nhờ vậy rủi ro ngoại hối có thể được kiểm soát.

  - Hai là, tỷ giá USD/VND ở thời điểm đáo hạn, S_{180}, cao hơn tỷ giá giao ngay ở thời điểm thỏa thuận, S_0. Khi ấy, Export Co. Ltd sẽ có lãi một số tiền bằng $1(S_{180} - S_0)$ triệu VND, do USD lên giá so với VND. Thế nhưng, do USD lên giá so với VND nên Export Co. Ltd lỗ ở hợp đồng giao sau và hàng ngày bị ghi nợ vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng : $100(10.000)(S_t - S_{t+1})$, trong đó $S_t > S_{t+1}$. Số tiền lỗ tích lũy này sẽ được bù đắp bởi tiền lãi từ chênh lệch tỷ giá của khoản phải thu. Nhờ vậy, rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng hợp đồng giao sau ngoại tệ như là một giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối và ngăn chặn tổn thất giao dịch có ưu điểm là tận dụng được cơ hội đầu cơ nếu tỷ giá biến động đúng như dự đoán. *Đồng thời,* giải pháp này vẫn đảm bảo kiểm soát được rủi ro ngoại hối nếu như tỷ giá biến động ngược lại so với dự đoán. *Tuy nhiên,* giải pháp này có các nhược điểm sau :

- Do thị trường giao sau chỉ giao dịch những hợp đồng chuẩn hóa về loại ngoại tệ, trị giá hợp đồng và thời hạn hợp đồng nên đôi khi nhà xuất khẩu không thể thương lượng được hợp đồng phù hợp với nhu cầu của mình.

- Giải pháp này chỉ giúp nhà xuất khẩu kiểm soát rủi ro chứ không thể loại trừ hoàn toàn được rủi ro như trong hợp đồng kỳ hạn.
- Hợp đồng giao sau vẫn còn là hợp đồng bắt buộc nên dù muốn hay không công ty xuất khẩu vẫn phải thực hiện hợp đồng khi đến hạn.

Tư vấn lựa chọn – Việc lựa chọn giải pháp nào giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng giao sau phụ thuộc rất lớn vào thái độ đối với rủi ro và kỳ vọng của công ty xuất khẩu vào biến động tỷ giá trên thị trường ngoại hối. Nếu công ty nhấn mạnh đến mục tiêu phòng ngừa rủi ro hơn là đầu cơ thì nên chọn giải pháp sử dụng hợp đồng kỳ hạn. Nếu công ty kỳ vọng tỷ giá biến động đúng như dự đoán và mong muốn kiếm thêm lợi nhuận tích lũy từ biến động tỷ giá, đồng thời vẫn muốn kiểm soát được tổn thất giao dịch, thì có thể lựa chọn hợp đồng giao sau. *Tuy nhiên,* cần lưu ý rằng hợp đồng giao sau là một loại công cụ được thiết kế phục vụ cho nhu cầu đầu cơ hơn là phòng ngừa rủi ro nên khả năng phòng ngừa rủi ro ngoại hối của nó thường hạn chế hơn so với hợp đồng kỳ hạn.

1.3.4. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng quyền chọn :

Nói chung tất cả các giải pháp đã được trình bày bao gồm hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi và hợp đồng giao sau đều có chung một nhược điểm là không cho phép người sử dụng nó có quyền lựa chọn thực hiện hợp đồng khi tỷ giá biến động thuận lợi và không thực hiện hợp đồng khi tỷ giá biến động bất lợi. Muốn có sự lựa chọn này nên sử dụng hợp đồng quyền chọn[1].

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất giao dịch do biến động tỷ giá ngoại tệ khi có khoản phải thu từ hợp đồng xuất khẩu, công ty xuất khẩu có thể mua quyền chọn bán ngoại tệ, có trị giá và thời hạn tương đương với trị giá và thời hạn thanh toán của hợp đồng xuất khẩu, từ ngân hàng thương mại hoặc trên thị trường quyền chọn. *Khi ấy* ngân hàng, bên bán quyền, sẽ xem xét chào cho doanh nghiệp, bên mua quyền, một quyền chọn bán có nội dung bao gồm :

- Trị giá quyền chọn (K), bằng hoặc tương đương trị giá khoản phải thu.

(1) Muốn biết thêm chi tiết về giao dịch quyền chọn, xin xem Trần Hoàng Ngân và Nguyễn Minh Kiều, *Thanh toán quốc tế,* NXB Thống Kê 2007.

- Tỷ giá thực hiện (E).
- Phí mua quyền bằng K.P trong đó P là phí mua quyền chọn tính trên mỗi đồng ngoại tệ.
- Kiểu quyền chọn (kiểu Âu hoặc Mỹ).
- Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T), bằng hoặc tương đương thời hạn của khoản phải thu.

Lúc này, công ty xuất khẩu nắm giữ đồng thời hai loại hợp đồng : (1) hợp đồng xuất khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, và (2) hợp đồng quyền chọn bán sẽ đáo hạn cùng một lúc với hợp đồng xuất khẩu. Khi đáo hạn, có hai khả năng xảy ra : *Thứ nhất là* tỷ giá mua giao ngay nhỏ hơn tỷ giá thực hiện (S_m < E) và *thứ hai là* tỷ giá mua giao ngay lớn hơn tỷ giá thực hiện (S_m > E). Ở đây, để đơn giản vấn đề chúng ta bỏ qua trường hợp S_m = E vì thực tế xác suất xảy ra khả năng này gần như bằng 0.

- Nếu tỷ giá mua giao ngay S_m < E thì doanh nghiệp sẽ thực hiện quyền chọn bán. *Khi ấy* giá trị của khoản phải thu quy ra nội tệ là V = K.E = hằng số, bất chấp tỷ giá giao ngay trên thị trường là bao nhiêu. *Cần lưu ý rằng,* doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng K.P để mua quyền chọn nên giá trị quy ra nội tệ của khoản phải thu chỉ còn và được cố định ở mức K(E – P). *Nhờ vậy,* rủi ro ngoại hối được kiểm soát.
- Nếu tỷ giá mua giao ngay S_m > E thì doanh nghiệp không thực hiện quyền chọn bán, mà bán ngoại tệ trên thị trường giao ngay. Khi ây giá trị khoản phải thu quy ra nội tệ là $V(S_m)$ = $K.S_m$. *Cần lưu ý rằng,* doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng K.P để mua quyền chọn nên giá trị khoản phải thu quy ra nội tệ chỉ còn bằng $K(S_m - P)$. Giá trị này chưa được cố định và còn phụ thuộc vào tỷ giá S_m, nhưng bị chận dưới tối thiểu ở mức K(E – P), *nghĩa là* $K(S_m - P) > K(E - P)$, do S_m > E. *Do đó,* rủi ro ngoại hối cũng được kiểm soát.

Giao dịch cụ thể – Trở lại với tình huống đặt ra đã xem xét ở phần trước, công ty xuất khẩu, Export Co. Ltd, có hợp đồng xuất khẩu trị giá 1 triệu USD sẽ đến hạn thanh toán sau 6 tháng, tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm hiện tại : 15.990 – 15.992 trong khi tỷ

giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn chưa biết vì chưa xảy ra.

- *Ở thời điểm giao dịch :* Để tránh rủi ro ngoại hối, công ty liên hệ với VCB mua quyền chọn bán có những nội dung, do VCB xác định và chào cho Export Co. Ltd, như sau :
  - Trị giá quyền chọn (K) : 1 triệu USD.
  - Tỷ giá thực hiện (E) : 16.010.
  - Phí mua quyền chọn (P) tính trên mỗi đồng ngoại tệ : 20 đồng. Tổng chi phí mua quyền chọn bằng 1 triệu x 20 đồng = 20 triệu đồng.
  - Kiểu quyền chọn : kiểu Mỹ.
  - Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T) : 6 tháng.

Ở thời điểm này, Export Co. Ltd đã bỏ ra tổng chi phí 20 triệu đồng để mua công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối. *Mặc dù,* lúc này thời điểm đáo hạn chưa xảy ra nhưng công ty biết trước được khi đáo hạn có hai khả năng xảy ra và các giao dịch khi quyền chọn đáo hạn như sau :

- *Ở thời điểm đáo hạn :*
  - Nếu tỷ giá mua giao ngay $S_m < E = 16.010$ thì doanh nghiệp sẽ thực hiện quyền chọn bán. Khi ấy giá trị của khoản phải thu quy ra nội tệ là V = 1 x 16.010 = 16.010 triệu VND, bất chấp tỷ giá giao ngay trên thị trường là bao nhiêu. Cần lưu ý rằng doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng 20 triệu VND để mua quyền chọn nên giá trị quy ra nội tệ của khoản phải thu chỉ còn và được cố định ở mức 16.010 – 20 = 15.990 triệu VND. Nhờ vậy, rủi ro ngoại hối được kiểm soát.
  - Nếu tỷ giá mua giao ngay $S_m > E = 16.010$ thì doanh nghiệp không thực hiện quyền chọn bán, mà bán ngoại tệ trên thị trường giao ngay. Khi ấy giá trị khoản phải thu quy ra nội tệ là $V(S_m)$ = 1 triệu USD x S_m = S_m triệu VND. Cần lưu ý rằng doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng 20 triệu VND để mua quyền chọn nên giá trị khoản phải thu quy ra nội tệ chỉ còn bằng (S_m – 20) triệu VND. Giá trị này chưa được cố định nhưng bị chận dưới tối thiểu ở mức

15.990 triệu VND, do S_m > 16.010. Do đó, rủi ro ngoại hối cũng được kiểm soát.

Kết quả là dù tỷ giá giao ngay khi hợp đồng xuất khẩu đến hạn là bao nhiêu đi nữa thì trị giá hợp đồng xuất khẩu quy ra VND vẫn nằm ở mức tối thiểu là 15.990 triệu VND.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng hợp đồng quyền chọn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối có ưu điểm là giúp công ty vừa kiểm soát được rủi ro ngoại hối vừa giúp công ty tận dụng được cơ hội đầu cơ nếu như tỷ giá biến động thuận lợi. Có thể nói hợp đồng quyền chọn, với tính chất linh hoạt của nó, là hợp đồng cho phép công ty đạt được cả hai mục tiêu : phòng ngừa rủi ro và đầu cơ. *Tuy nhiên,* nhược điểm của nó là công ty phải bỏ chi phí ra mua quyền chọn, cho dù có thực hiện hay không thực hiện quyền chọn.

Tư vấn lựa chọn – Hợp đồng quyền chọn bán có thể được lựa chọn sử dụng như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối khi nào có một thị trường quyền chọn tập trung hoặc phi tập trung sẵn sàng cho loại giao dịch này. Mặt khác, nếu sự biến động tỷ giá của một loại ngoại tệ nào đó so với nội tệ rất khó dự đoán thì công ty nên chọn hợp đồng quyền chọn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối.

1.3.5. Hướng dẫn sử dụng thị trường tiền tệ :

Các giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối như đã trình bày ở các phần trước dựa trên cơ sở sử dụng các công cụ tài chính phái sinh trên thị trường ngoại hối. Rõ ràng các giải pháp này chỉ sử dụng được trong điều kiện có một thị trường ngoại hối phái sinh hoạt động. Nếu không, các công ty xuất khẩu có thể sử dụng kết hợp các giao dịch trên thị trường tiền tệ để tự phòng ngừa rủi ro ngoại hối. *Sau đây* sẽ xem xét chi tiết cách thức sử dụng giải pháp này.

Nguyên tắc sử dụng – Muốn sử dụng thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối khi có hợp đồng xuất khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, công ty xuất khẩu có thể sử dụng các giao dịch vay và gửi ngoại tệ trên thị trường tiền tệ kết hợp với mua và bán ngoại tệ thị trường ngoại hối để biết trước được trị giá hợp đồng xuất khẩu quy ra nội tệ, bất chấp tỷ giá giao ngay khi hợp đồng đến hạn là bao nhiêu. Sử dụng giải pháp này, công ty phải biết thực hiện một số giao dịch ở thời điểm hiện tại, qua đó, dự đoán trước được giao dịch chắc chắn sẽ xảy ra ở thời điểm hợp đồng đáo hạn.

Giao dịch cụ thể – Trong tình huống xem xét, công ty Export Co. Ltd có hợp đồng xuất khẩu trị giá 1 triệu USD sẽ đến hạn thanh toán sau 6 tháng, tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm hiện tại : 15.990 – 15.992 trong khi tỷ giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn chưa biết vì chưa xảy ra. Để tránh tổn thất giao dịch, công ty kết hợp thực hiện một số giao dịch như sau :

- *Ở thời điểm hiện tại :* Ngay sau khi ký hợp đồng xuất khẩu công ty liên hệ với ngân hàng để thu thập thông tin về lãi suất VND và USD kỳ hạn 6 tháng. Chẳng hạn, ngân hàng chào cho công ty lãi suất VND : 0,65 – 0,85 và USD : 3,25 – 4,25. Có nghĩa là với kỳ hạn 6 tháng, lãi suất tiền gửi VND là 0,65%/tháng và cho vay là 0,85%/tháng, trong khi lãi suất tiền gửi USD là 3,25%/năm và cho vay là 4,25%/năm. *Ngoài ra,* công ty còn biết tỷ giá giao ngay USD/VND : 15.990 – 15.992. Dựa vào những thông tin có được, Export Co. Ltd tiến hành các giao dịch như sau :
  - Vay USD, số tiền vay bằng hiện giá của 1 triệu USD với suất chiết khấu bằng lãi suất cho vay USD. Nghĩa là vay : 1 triệu USD / (1+0,0425 x 6/12) = 979.192,166 USD.
  - Công ty mang số USD vừa vay được bán ra thị trường giao ngay và thu về được 979.192,166 x 15.990 = 15.657.282.740 VND. Đây chính là trị giá doanh thu xuất khẩu quy ra VND ở thời điểm hiện tại. Công ty có thể sử dụng số tiền này theo mục đích riêng của mình hoặc là gửi vào ngân hàng kỳ hạn 6 tháng với lãi suất 0,65%/tháng.
- *Ở thời điểm hợp đồng đáo hạn :* Mặc dù ở thời điểm hiện tại, hợp đồng xuất khẩu chưa đến hạn nhưng công ty biết trước được ở thời điểm đáo hạn chắc chắn có những giao dịch sau đây :
  - Công ty thu về từ hợp đồng xuất khẩu số tiền là 1 triệu USD.
  - Sử dụng số USD này trả nợ vay cả gốc và lãi là 979.192,166 USD (1+0,0425 x 6/12) = 1 triệu USD.
  - Thu về số VND đã gửi ngân hàng cả gốc và lãi là 15.657.282.740 (1+0,65% x 6) = 16.267.916.770 VND. Đây chính là doanh thu xuất khẩu quy ra VND ở thời điểm hợp đồng đến hạn mà công ty biết trước mình sẽ có được.

Với các giao dịch thực hiện ở thời điểm hiện tại và các giao dịch biết trước sẽ xảy ra ở thời điểm đáo hạn, công ty biết trước mình sẽ có được doanh thu xuất khẩu quy ra VND là 16.267.916.770 VND. *Nhờ vậy,* hoàn toàn có thể loại bỏ được rủi ro ngoại hối.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối như vừa mô tả trên đây có ưu điểm là có thể thực hiện được trong điều kiện không có thị trường ngoại hối phái sinh hoặc giả công ty không thể thương lượng được các hợp đồng phái sinh với ngân hàng. *Thực chất,* sử dụng thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối cũng tương tự như là sử dụng hợp đồng kỳ hạn, chỉ khác ở chỗ hợp đồng kỳ hạn là công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối do ngân hàng thiết kế và cung cấp cho doanh nghiệp, trong khi sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ xem như là sử dụng công cụ phòng ngừa do chính công ty thiết kế và thực hiện. *Tuy nhiên,* giải pháp này có nhược điểm là không thể áp dụng được khi thị trường tiền tệ bị áp chế hay kiểm soát chặt chẽ khiến cho các giao dịch vay và mua bán ngoại tệ không thực hiện được một cách tự do.

Tư vấn lựa chọn – Như đã chỉ ra khi nhận xét ưu nhược điểm, giải pháp này nên sử dụng khi nào không thể thương lượng được việc sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro ngoại hối và dĩ nhiên là không nên hay đúng hơn là không thể sử dụng trong điều kiện thị trường tiền tệ bị kiểm soát chặt chẽ khiến các giao dịch vay và mua bán ngoại tệ không được thực hiện một cách tự do.

Trên đây đã trình bày rất chi tiết những hướng dẫn doanh nghiệp sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải thu bằng ngoại tệ. *Dựa theo hướng dẫn này,* các ngân hàng thương mại có thể thiết kế và trình bày thành "cẩm nang hướng dẫn" của mình và cung cấp cho các doanh nghiệp là khách hàng của ngân hàng khi có nhu cầu. *Về phần mình,* với tư cách là nhân viên phụ trách kinh doanh các công cụ phái sinh ngoại hối hay nhân viên tư vấn tài chính của ngân hàng thương mại, bạn cần am hiểu và nắm vững cách thức sử dụng từng giải pháp nêu trên để có thể tư vấn và thuyết phục khách hàng sử dụng.

Với bấy nhiêu đó cũng chưa đủ vì ngoài tổn thất giao dịch khoản phải thu, nhiều khi doanh nghiệp còn đối mặt với tổn thất giao dịch khoản phải trả ngoại tệ. Phần tiếp theo sẽ hướng dẫn cách sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải trả.

2. CÁC GIẢI PHÁP PHÒNG NGỪA TỔN THẤT GIAO DỊCH KHOẢN PHẢI TRẢ NGOẠI TỆ

2.1. Mô tả tình huống :

Ngoài nhu cầu sử dụng khi có khoản phải thu, các doanh nghiệp còn có nhu cầu sử dụng các giải pháp phòng ngừa rủi ro tổn thất giao dịch khi có khoản phải trả bằng ngoại tệ trong tương lai. Các khoản phải trả có thể đến từ các hoạt động cụ thể sau đây : phải trả từ hợp đồng nhập khẩu, phải trả từ hoạt động đầu tư tài chính, phải trả từ hoạt động tín dụng, bao gồm phải trả tiền gốc và lãi vay, và phải trả từ bất kỳ khoản phát sinh nào khác. Các khoản phải trả này, nói chung cho dù từ hoạt động nào, sẽ hình thành nên *trạng thái ngoại tệ thiếu* hay còn gọi là *trạng thái ngoại tệ âm* (short) đối với doanh nghiệp. Để thuận tiện cho việc hướng dẫn, ở đây xem khoản phải trả từ hợp đồng nhập khẩu như là tình huống điển hình của trạng thái ngoại tệ âm. Chẳng hạn xem xét tình huống như sau :

***Ví dụ 2 :* Minh họa tình huống sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khoản phải trả ngoại tệ.**

Chẳng hạn xem xét tình huống sau :

- Tên công ty nhập khẩu : Import Co. Ltd.
- Trị giá hợp đồng : 1 triệu USD.
- Thời hạn thanh toán : 6 tháng.
- Tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm hiện tại : 15.990 - 15.992.
- Tỷ giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn : chưa biết.

Vấn đề đặt ra là rủi ro ngoại hối phát sinh như thế nào và làm sao để phòng ngừa tổn thất giao dịch đối với khoản phải trả ngoại tệ trong tình huống vừa đặt ra ? Dưới đây sẽ lần lượt hướng dẫn doanh nghiệp nhận dạng rủi ro và lựa chọn các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải trả bằng ngoại tệ.

2.2. Phân tích rủi ro :

Trong tình huống trên do chưa biết được tỷ giá giao ngay USD/VND khi hợp đồng đến hạn thanh toán nên Import Co. Ltd đứng trước rủi

ro nếu USD lên giá so với VND ở thời điểm thanh toán. Sự lên giá này của USD có thể gây ra cho Import Co. Ltd tổn thất giao dịch bằng trị giá hợp đồng nhân cho chênh lệch tỷ giá giữa hai thời điểm thanh toán và ký kết. Tuy nhiên, nếu đến thời điểm thanh toán USD không lên mà xuống giá so với VND thì Import Co. Ltd có lợi. *Do đó,* Import Co. Ltd phải lựa chọn : (1) chủ động phòng ngừa rủi ro ngoại hối nhằm ngăn chặn tổn thất giao dịch, hoặc (2) thụ động chờ đến khi hợp đồng đến hạn và thanh toán theo tỷ giá giao ngay ở thời điểm đáo hạn. Nếu chủ động phòng ngừa Import Co. Ltd có thể sử dụng các giải pháp sẽ trình bày dưới đây. Nếu không chủ động phòng ngừa, Import Co. Ltd chấp nhận rủi ro do quyết định mang tính đầu cơ của mình.

2.3. Hướng dẫn sử dụng các giải pháp phòng ngừa :

Để tránh tổn thất giao dịch do USD lên giá so với VND, Import Co. Ltd có thể áp dụng một trong các giải pháp phòng ngừa sau đây : (1) sử dụng hợp đồng kỳ hạn, (2) sử dụng hợp đồng hoán đổi, (3) sử dụng hợp đồng giao sau, (4) sử dụng hợp đồng quyền chọn, (5) sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ. Mỗi giải pháp sẽ được hướng dẫn cụ thể dưới đây, trong đó sẽ lần lượt trình bày nguyên tắc sử dụng, các giao dịch cụ thể, đưa ra nhận xét ưu nhược điểm của từng giải pháp đối với công ty và tư vấn lựa chọn giải pháp phù hợp.

2.3.1. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng kỳ hạn :

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất ngoại hối trong tình huống này, công ty nhập khẩu cần liên hệ với ngân hàng thương mại để mua ngoại tệ theo hợp đồng kỳ hạn. Ngân hàng dựa vào tỷ giá giao ngay ở thời điểm hiện tại, lãi suất kỳ hạn ngắn hạn của ngoại tệ và nội tệ, và thời hạn hợp đồng để xác định và chào tỷ giá bán ngoại tệ kỳ hạn cho công ty nhập khẩu. Tỷ giá này là tỷ giá cố định và biết trước khi hợp đồng đến hạn, nên rủi ro ngoại hối do biến động tỷ giá được loại trừ.

Các giao dịch cụ thể – Sử dụng hợp đồng kỳ hạn, Import Co. Ltd sẽ lần lượt thực hiện các giao dịch ở hai thời điểm ký kết và đến hạn hợp đồng. *Ở thời điểm ký kết, tức thời điểm hiện tại :*

- Import Co. Ltd mua ngoại tệ cho VCB theo hợp đồng kỳ hạn 6 tháng theo tỷ giá bán kỳ hạn.
- VCB sử dụng thông tin tỷ giá giao ngay ở thời điểm hiện tại, lãi suất kỳ hạn 6 tháng của USD và VND, thời hạn hợp đồng

để xác định và chào cho Import Co. Ltd tỷ giá bán kỳ hạn là F_b (USD/VND) được xác định như sau :

$$F_b(USD/VND) = S_b + \frac{S_b\,[LSCV(VND) - LSTG(USD)]\,n}{100 \times 360}$$

$$= 15.992 + \frac{15.992\,(10{,}2 - 3{,}25)\,180}{36.000} = 16.548$$

trong đó S_b = 15.992 là tỷ giá bán giao ngay USD/VND, LSCV (VND) = 10,2% là lãi suất cho vay VND, LSTG(USD) = 3,25% là lãi suất tiền gửi ngoại tệ, và n = 180 ngày là thời hạn hợp đồng.

Lưu ý ở thời điểm này chưa có chuyển giao ngoại tệ giữa hai bên, nhưng với tỷ giá biết trước và cố định F_b(USD/VND) = 16.548, Import Co. Ltd biết chắc số tiền phải thanh toán cho hợp đồng nhập khẩu là 1 triệu USD x 16.548 = 16.548 triệu VND, bất chấp tỷ giá giao ngay USD/VND lúc hợp đồng đến hạn là bao nhiêu.

Ở thời điểm đến hạn, tức thời điểm tương lai 6 tháng sau, Import Co.Ltd có các giao dịch sau :

- Nhận 1 triệu USD từ hợp đồng mua ngoại tệ kỳ hạn và chi trả cho VCB số tiền là 16.548 triệu VND.
- Sử dụng 1 triệu USD mua được theo tỷ giá cố định để thanh toán hợp đồng nhập khẩu.

Khả năng kiểm soát rủi ro – Với hợp đồng mua ngoại tệ kỳ hạn ký kết với ngân hàng, Import Co. Ltd biết trước và chắc chắn chi phí nhập khẩu của mình quy ra VND sẽ là 16.548 triệu VND, cho dù tỷ giá giao ngay USD/VND lúc hợp đồng đến hạn thanh toán là bao nhiêu. Như vậy, qua việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn, Import Co. Ltd đã loại trừ được rủi ro ngoại hối.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Việc sử dụng hợp đồng kỳ hạn để tránh rủi ro và ngăn ngừa tổn thất giao dịch đối với công ty nhập khẩu, như vừa trình bày trên đây, có ưu điểm là rất hiệu quả, đơn giản, dễ sử dụng và dễ thương lượng hợp đồng với các ngân hàng thương mại. Thế nhưng giải pháp này có nhược điểm là :

- Chỉ áp dụng được trong trường hợp hai bên tham gia hợp đồng không có nhu cầu chuyển giao ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao dịch.

- Doanh nghiệp có thể bị thiệt nếu như tỷ giá bán giao ngay ở thời điểm đáo hạn không lên đến mức bằng hoặc cao hơn tỷ giá bán kỳ hạn đã thỏa thuận với ngân hàng.

Tư vấn lựa chọn – Từ những ưu, nhược điểm như đã phân tích trên đây, doanh nghiệp nên lựa chọn sử dụng hợp đồng kỳ hạn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro tổn thất giao dịch đối với khoản phải trả bằng ngoại tệ khi nào :

- Hai bên tham gia hợp đồng, đặc biệt là doanh nghiệp, không có nhu cầu chuyển giao ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao dịch.
- Doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận thiệt hại nếu như tỷ giá bán giao ngay ở thời điểm đáo hạn không lên đến mức bằng hoặc cao hơn tỷ giá bán kỳ hạn và đổi lại nhận được sự yên tâm do đã loại trừ được rủi ro và tổn thất ngoại hối. Số tiền thiệt hại (nếu có) này ví như là chi phí mua bảo hiểm rủi ro biến động tỷ giá.

2.3.2. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng hoán đổi :

Nguyên tắc sử dụng – Cách thức sử dụng hợp đồng hoán đổi để phòng ngừa rủi ro ngoại hối cũng tương tự như là sử dụng hợp đồng kỳ hạn. Chỉ có điểm khác biệt là hợp đồng hoán đổi nên được sử dụng, thay vì sử dụng hợp đồng kỳ hạn, khi nào doanh nghiệp vừa có nhu cầu bán giao ngay ở thời điểm hiện tại, *đồng thời* vừa có nhu cầu mua kỳ hạn cùng loại ngoại tệ ấy ở thời điểm đáo hạn. *Chẳng hạn,* trong tình huống đặt ra, nếu Import Co. Ltd cần bán giao ngay 1 triệu USD ở thời điểm hiện tại, đồng thời cần mua kỳ hạn 1 triệu USD ở thời điểm tương lai 6 tháng sau thì Import Co. Ltd có thể liên hệ với VCB để thỏa thuận giao dịch hoán đổi.

Các giao dịch cụ thể – Với hợp đồng hoán đổi, đứng trên góc độ doanh nghiệp, Import Co. Ltd thực hiện kết hợp hai giao dịch bán 1 triệu USD giao ngay ở thời điểm thỏa thuận và mua kỳ hạn 1 triệu USD ở thời điểm hợp đồng đáo hạn. Ngược lại, VCB thực hiện kết hợp hai giao dịch mua giao ngay ở thời điểm thỏa thuận và bán kỳ hạn ở thời điểm đáo hạn 1 triệu USD. *Ở thời điểm thỏa thuận* có các giao dịch như sau :

- Import Co. Ltd bán giao ngay 1 triệu USD theo tỷ giá bán S_m = 15.990, do đó, nhận được từ VCB 15.990 triệu VND. Đối ứng

lại, VCB mua giao ngay của Import Co. Ltd 1 triệu USD theo tỷ giá bán S_m = 15.990, do đó, phải trả 15.990 triệu VND cho Import Co. Ltd.

- Import Co. Ltd mua kỳ hạn 1 triệu USD từ VCB theo tỷ giá bán F_b = 16.548 (cách xác định như trong hợp đồng kỳ hạn). Đối ứng lại, VCB đồng ý bán kỳ hạn 1 triệu USD cho Import Co. Ltd theo tỷ giá bán F_b = 16548.

Sáu tháng sau, hợp đồng hoán đổi giữa VCB và Import Co. Ltd đáo hạn. *Ở thời điểm đáo hạn* có các giao dịch như sau :

- Import Co. Ltd nhận được 1 triệu USD từ hợp đồng mua ngoại tệ kỳ hạn của VCB và thanh toán tiền mua 1 triệu USD cho VCB theo tỷ giá bán kỳ hạn F_b = 16.548. Do tỷ giá kỳ hạn là tỷ giá cố định và biết trước nên Import Co. Ltd biết chắc số tiền VND phải trả là 16.548 triệu VND. Đối ứng lại, VCB nhận 16.548 triệu VND từ Import Co. Ltd và chi 1 triệu USD cho Import Co. Ltd, bất chấp tỷ giá giao ngay lúc này là bao nhiêu.
- Import Co. Ltd sử dụng 1 triệu USD vừa nhận được để thanh toán hợp đồng nhập khẩu đến hạn. Bất chấp tỷ giá bán giao ngay lúc này là bao nhiêu, Import Co. Ltd vẫn không lo ngại vì đã có sẵn 1 triệu USD để thanh toán hợp đồng nhập khẩu.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Việc sử dụng hợp đồng hoán đổi để tránh rủi ro và ngăn ngừa tổn thất giao dịch đối với công ty nhập khẩu như vừa trình bày trên đây có ưu điểm là rất hiệu quả, dễ sử dụng, dễ thương lượng hợp đồng với các ngân hàng thương mại, và đặc biệt là khắc phục được nhược điểm của hợp đồng kỳ hạn khi doanh nghiệp vừa có nhu cầu bán ngoại tệ giao ngay ở hiện tại, vừa có nhu cầu mua ngoại tệ kỳ hạn ở tương lai. Thế nhưng, giải pháp này vẫn còn nhược điểm. Cũng như hợp đồng kỳ hạn, nó là hợp đồng bắt buộc, do đó, doanh nghiệp có thể bị thiệt nếu như tỷ giá bán giao ngay ở thời điểm đáo hạn không lên đến mức cao hơn tỷ giá bán kỳ hạn đã thỏa thuận với ngân hàng.

Tư vấn lựa chọn – Từ những ưu, nhược điểm như đã phân tích trên đây, doanh nghiệp nên lựa chọn sử dụng hợp đồng hoán đổi như là giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi nào :

- Hai bên tham gia hợp đồng, đặc biệt là nhà nhập khẩu, vừa có nhu cầu bán giao ngay ngoại tệ ở thời điểm thỏa thuận giao

dịch đồng thời vừa có nhu cầu mua ngoại tệ kỳ hạn ở thời điểm tương lai.

- Doanh nghiệp sẵn sàng chấp nhận thiệt hại nếu như tỷ giá bán giao ngay ở thời điểm đáo hạn không lên đến mức cao hơn tỷ giá mua kỳ hạn đã thỏa thuận và đổi lại nhận được sự yên tâm do đã loại trừ được rủi ro và tổn thất ngoại hối.

Nghiên cứu lý thuyết cũng như kinh nghiệm thực tiễn sử dụng hợp đồng kỳ hạn và hoán đổi cho thấy rằng hai loại hợp đồng này chỉ quan tâm đến tỷ giá ở hai thời điểm ký kết và đến hạn hợp đồng, chứ không quan tâm đến sự thay đổi của tỷ giá trong khoảng thời gian giữa hai thời điểm này. Chính điều này có thể dẫn đến nhược điểm hay một nghịch lý khi sử dụng hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi. Chẳng hạn trong tình huống vừa phân tích trên đây, sau khi ký kết hợp đồng mua ngoại tệ kỳ hạn của VCB tỷ giá giao ngay USD/VND tăng lên thì nhà nhập khẩu cảm thấy có lợi. Nhưng lợi ở đây chỉ là lợi cảm nhận được, chứ không phải lợi bằng tiền thực sự vì lúc này hợp đồng chưa đến hạn. *Thế nhưng,* nghịch lý có thể xảy ra là đến khi hợp đồng đến hạn thì tỷ giá giao ngay USD/VND lại giảm đến mức thấp hơn tỷ giá bán kỳ hạn đã thỏa thuận. Khi ấy, nhà nhập khẩu sẽ vô cùng tiếc rẻ nhưng vẫn không thể làm được gì hơn.

Để tránh nghịch lý này, nhằm thỏa mãn tối đa nhu cầu của doanh nghiệp, ngân hàng thương mại hay nói đúng hơn là các nhà cung cấp dịch vụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối ở các nước phát triển đưa ra loại giao dịch mới, có thể khắc phục được nhược điểm vừa phân tích của hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng hoán đổi. Đó chính là giao dịch giao sau, sắp sữa xem xét dưới đây.

2.3.3. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng giao sau :

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất giao dịch do biến động tỷ giá ngoại tệ khi có khoản phải trả từ hợp đồng nhập khẩu, công ty nhập khẩu có thể mua ngoại tệ theo hợp đồng giao sau, có trị giá và thời hạn tương đương với trị giá và thời hạn thanh toán của hợp đồng nhập khẩu, trên thị trường ngoại tệ giao sau. *Khi ấy,* cùng một lúc công ty nhập khẩu nắm giữ hai loại hợp đồng : (1) hợp đồng nhập khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, và (2) hợp đồng giao sau được ghi nhận và thanh toán hàng ngày (daily mark to market). Tỷ giá giao ngay và giá trị hợp đồng giao sau có tương quan cùng chiều

với nhau và có hai khả năng cần lưu ý xảy ra : *Thứ nhất là* ngoại tệ lên giá so với nội tệ và thứ hai là ngoại tệ giảm giá so với nội tệ.

- Nếu ngoại tệ lên giá so với nội tệ thì công ty có lãi từ hợp đồng giao sau nhưng bị thiệt hại từ hợp đồng nhập khẩu. Lấy lãi từ hợp đồng này bù đắp cho thiệt hại của hợp đồng kia. *Kết quả là* công ty kiểm soát được rủi ro ngoại hối và tổn thất giao dịch.
- Nếu ngoại tệ giảm giá so với nội tệ thì công ty có lãi do chênh lệch tỷ giá từ khoản phải trả của hợp đồng nhập khẩu nhưng bị lỗ từ hợp đồng giao sau. Lấy lãi từ hợp đồng này bù đắp cho lỗ từ hợp đồng kia. *Kết quả là* rủi ro ngoại hối và tổn thất giao dịch cũng được kiểm soát.

Giao dịch cụ thể – Trong tình huống của Import Co. Ltd, để kiểm soát tổn thất giao dịch ngoại hối, Import Co. Ltd thực hiện mua 100 hợp đồng ngoại tệ giao sau, mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD với thời hạn 6 tháng. Các giao dịch xảy ra trong thời hạn hợp đồng 6 tháng bao gồm :

- *Ở thời điểm thỏa thuận :* Import Co. Ltd mở tài khoản thanh toán với phòng thanh toán bù trừ trực thuộc sở giao dịch và ký quỹ lần đầu theo yêu cầu của sở giao dịch. *Chẳng hạn* ký quỹ mỗi hợp đồng là 1,5 triệu VND. Tổng số tiền ký quỹ sẽ là 1,5 x 100 = 150 triệu VND.
- *Giữa hai thời điểm thỏa thuận và đáo hạn :* Giao dịch ghi nhận và thanh toán hàng ngày đối với hợp đồng giao sau, ký quỹ duy trì mức tối thiểu theo yêu cầu của sở giao dịch, chẳng hạn 1 triệu VND cho mỗi hợp đồng. Trong khoảng thời gian này, hàng ngày có hai khả năng xảy ra :
  - *Một là,* USD lên giá so với VND, Import Co. Ltd sẽ lãi từ hợp đồng giao sau và được ghi có vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng $100(10.000)(S_{t+1} - S_t)$, trong đó S_t là tỷ giá giao ngay vào ngày t và $S_t < S_{t+1}$.
  - *Hai là,* USD giảm giá so với VND, Import Co. Ltd sẽ lỗ và bị ghi nợ vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng : $100(10.000)(S_t - S_{t+1})$, trong đó $S_t > S_{t+1}$.
- *Ở thời điểm đáo hạn :* Giao dịch mua 1 triệu USD theo tỷ giá giao ngay khi hợp đồng nhập khẩu đến hạn thanh toán. Lúc ấy có hai khả năng xảy ra :

- *Một là,* tỷ giá USD/VND ở thời điểm đáo hạn, S_{180}, cao hơn tỷ giá giao ngay ở thời điểm thỏa thuận, S_0. Khi ấy, Import Co. Ltd bị thiệt hại một số tiền bằng $1(S_{180} - S_0)$ triệu VND, do USD tăng giá so với VND. *Mặt khác,* Import Co. Ltd sẽ lãi từ hợp đồng giao sau, do USD tăng giá so với VND, và hàng ngày được ghi có vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng $100(10.000)(S_{t+1} - S_t)$, *trong đó* S_t là tỷ giá giao ngay vào ngày t và $S_t < S_{t+1}$. Số tiền lãi tích lũy hàng ngày này sẽ được sử dụng để làm giảm thiểu tổn thất của khoản phải trả. *Nhờ vậy* rủi ro ngoại hối có thể được kiểm soát.
- *Hai là,* tỷ giá USD/VND ở thời điểm đáo hạn, S_{180}, thấp hơn tỷ giá giao ngay ở thời điểm thỏa thuận, S_0. Khi ấy, Import Co. Ltd sẽ có lãi một số tiền bằng $1(S_0 - S_{180})$ triệu VND, do USD giảm giá so với VND. *Thế nhưng,* do USD giảm giá so với VND nên Import Co. Ltd lỗ ở hợp đồng giao sau và hàng ngày bị ghi nợ vào tài khoản thanh toán một số tiền bằng : $100(10.000)(S_t - S_{t+1})$, trong đó $S_t > S_{t+1}$. Số tiền lỗ tích lũy này sẽ được bù đắp bởi tiền lãi từ chênh lệch tỷ giá của khoản phải trả. *Nhờ vậy,* rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng hợp đồng giao sau ngoại tệ như là một giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối và ngăn chận tổn thất giao dịch có ưu điểm là tận dụng được cơ hội đầu cơ nếu tỷ giá biến động đúng như dự đoán. Đồng thời, giải pháp này vẫn đảm bảo kiểm soát được rủi ro ngoại hối nếu như tỷ giá biến động ngược lại so với dự đoán. *Tuy nhiên,* giải pháp này có các nhược điểm sau :

- Do thị trường giao sau chỉ giao dịch những hợp đồng chuẩn hóa về loại ngoại tệ, trị giá hợp đồng và thời hạn hợp đồng nên đôi khi nhà nhập khẩu không thể thương lượng được hợp đồng phù hợp với nhu cầu của mình.
- Giải pháp này chỉ giúp nhà nhập khẩu kiểm soát rủi ro chứ không thể loại trừ hoàn toàn được rủi ro như trong hợp đồng kỳ hạn.
- Hợp đồng giao sau vẫn còn là hợp đồng bắt buộc nên dù muốn hay không công ty nhập khẩu vẫn phải thực hiện hợp đồng khi đến hạn.

Tư vấn lựa chọn – Việc lựa chọn giải pháp nào giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng giao sau phụ thuộc rất lớn vào thái độ đối với rủi ro và kỳ vọng của công ty nhập khẩu vào biến động tỷ giá trên thị trường ngoại hối. Nếu công ty nhấn mạnh đến mục tiêu phòng ngừa rủi ro hơn là đầu cơ thì nên chọn giải pháp sử dụng hợp đồng kỳ hạn. Nếu công ty kỳ vọng tỷ giá biến động đúng như dự đoán và mong muốn kiếm thêm lợi nhuận tích lũy từ biến động tỷ giá, đồng thời vẫn muốn kiểm soát được tổn thất giao dịch, thì có thể lựa chọn hợp đồng giao sau. *Tuy nhiên,* cần lưu ý rằng hợp đồng giao sau là một loại công cụ được thiết kế phục vụ cho nhu cầu đầu cơ hơn là phòng ngừa rủi ro nên khả năng phòng ngừa rủi ro ngoại hối của nó thường hạn chế hơn so với hợp đồng kỳ hạn.

2.3.4. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng quyền chọn :

Nói chung tất cả các giải pháp đã được trình bày bao gồm hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi và hợp đồng giao sau đều có chung một nhược điểm là không cho phép người sử dụng nó có quyền lựa chọn thực hiện hợp đồng khi tỷ giá biến động thuận lợi và không thực hiện hợp đồng khi tỷ giá biến động bất lợi. Muốn có sự lựa chọn này nên sử dụng hợp đồng quyền chọn.

Nguyên tắc sử dụng – Để tránh tổn thất giao dịch do biến động tỷ giá ngoại tệ khi có khoản phải trả từ hợp đồng nhập khẩu, công ty nhập khẩu có thể mua quyền chọn mua ngoại tệ, có trị giá và thời hạn tương đương với trị giá và thời hạn thanh toán của hợp đồng nhập khẩu, từ ngân hàng thương mại hoặc trên thị trường quyền chọn. *Khi ấy* ngân hàng, bên bán quyền, sẽ xem xét chào cho doanh nghiệp, bên mua quyền, một quyền chọn mua có nội dung bao gồm :

- Trị giá quyền chọn (K), bằng hoặc tương đương trị giá khoản phải trả.
- Tỷ giá thực hiện (E).
- Phí mua quyền bằng K.P trong đó P là phí mua quyền chọn tính trên mỗi đồng ngoại tệ.
- Kiểu quyền chọn (kiểu Âu hoặc Mỹ).
- Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T), bằng hoặc tương đương thời hạn của khoản phải trả.

Lúc này, công ty nhập khẩu nắm giữ đồng thời hai loại hợp đồng : (1) hợp đồng nhập khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, và (2) hợp đồng quyền chọn mua sẽ đáo hạn cùng một lúc với hợp đồng nhập khẩu. *Khi đáo hạn,* có hai khả năng xảy ra : *Thứ nhất là* tỷ giá bán giao ngay lớn hơn tỷ giá thực hiện (S_b > E) và thứ hai là tỷ giá bán giao ngay nhỏ hơn tỷ giá thực hiện (S_b < E). Trường hợp tỷ giá giao ngay bằng tỷ giá thực hiện hầu như không xảy ra.

- Nếu tỷ giá bán giao ngay S_b > E thì doanh nghiệp sẽ thực hiện quyền chọn mua. Khi ấy giá trị thanh toán của khoản phải trả quy ra nội tệ là V = K.E = hằng số, bất chấp tỷ giá giao ngay trên thị trường là bao nhiêu. *Cần lưu ý rằng* doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng K.P để mua quyền chọn nên giá trị quy ra nội tệ của khoản phải trả tăng thêm nhưng vẫn được cố định ở mức K(E+P). *Nhờ vậy,* rủi ro ngoại hối được kiểm soát.
- Nếu tỷ giá bán giao ngay S_b < E thì doanh nghiệp không thực hiện quyền chọn mua, mà mua ngoại tệ trên thị trường giao ngay. *Khi ấy* giá trị khoản phải trả quy ra nội tệ là $V(S_b)$ = $K.S_b$. *Cần lưu ý rằng* doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng K.P để mua quyền chọn nên giá trị khoản phải trả quy ra nội tệ bằng $K(S_b + P)$. Giá trị này chưa được cố định nhưng bị chận trên tối đa ở mức K(E + P), nghĩa là $K(S_b + P)$ < K(E + P), do S_b < E. Do đó, rủi ro ngoại hối cũng được kiểm soát.

Giao dịch cụ thể – Trở lại với tình huống đặt ra đã xem xét ở phần trước, công ty nhập khẩu, Import Co. Ltd, có hợp đồng nhập khẩu trị giá 1 triệu USD sẽ đến hạn thanh toán sau 6 tháng, tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm hiện tại : 15.990 – 15.992 trong khi tỷ giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn chưa biết vì chưa xảy ra.

- *Ở thời điểm giao dịch :* Để tránh rủi ro ngoại hối, công ty liên hệ với VCB mua quyền chọn mua có những nội dung, do VCB xác định và chào cho Import Co. Ltd, như sau :
  - Trị giá quyền chọn (K) : 1 triệu USD.
  - Tỷ giá thực hiện (E) : 16.010.

- Phí mua quyền chọn (P) tính trên mỗi đồng ngoại tệ : 20 đồng. Tổng chi phí mua quyền chọn bằng 1 triệu x 20 đồng = 20 triệu đồng.
- Kiểu quyền chọn : kiểu Mỹ.
- Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T) : 6 tháng.

Ở thời điểm này, Import Co. Ltd đã bỏ ra tổng chi phí 20 triệu đồng để mua công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối. *Mặc dù,* lúc này thời điểm đáo hạn chưa xảy ra nhưng công ty biết trước được khi đáo hạn có hai khả năng xảy ra và các giao dịch khi quyền chọn đáo hạn như sau :

- *Ở thời điểm đáo hạn :*
  - Nếu tỷ giá mua giao ngay S_b > E = 16.010 thì doanh nghiệp sẽ thực hiện quyền chọn mua. Khi ấy giá trị của khoản phải trả quy ra nội tệ là V = 1 x 16.010 = 16.010 triệu VND, bất chấp tỷ giá giao ngay trên thị trường là bao nhiêu. *Cần lưu ý rằng* doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng 20 triệu VND để mua quyền chọn nên giá trị quy ra nội tệ của khoản phải trả tăng thêm nhưng vẫn được cố định ở mức 16.010 + 20 = 16.030 triệu VND. *Nhờ vậy,* rủi ro ngoại hối được kiểm soát.
  - Nếu tỷ giá giao ngay S_b < E = 16.010 thì doanh nghiệp không thực hiện quyền chọn mua, mà mua ngoại tệ trên thị trường giao ngay. Khi ấy giá trị khoản phải trả quy ra nội tệ là $V(S_b)$ = 1 triệu USD x S_b = S_b triệu VND. Cần lưu ý rằng doanh nghiệp trước đó đã bỏ ra một khoản chi phí bằng 20 triệu VND để mua quyền chọn nên giá trị khoản phải rả quy ra nội tệ tăng thêm lên đến 1(S_b + 20) triệu VND. Giá trị này chưa được cố định nhưng bị chận trên tối đa ở mức 16.030 triệu VND, do S_b < 16.010. *Do đó,* rủi ro ngoại hối cũng được kiểm soát.

Kết quả là dù tỷ giá giao ngay khi hợp đồng nhập khẩu đến hạn là bao nhiêu đi nữa thì trị giá phải thanh toán của hợp đồng nhập khẩu quy ra VND vẫn nằm ở mức tối đa là 16.030 triệu VND.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng hợp đồng quyền chọn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối có ưu điểm là giúp công ty vừa kiểm soát được rủi ro ngoại hối vừa giúp công ty tận dụng được cơ hội

đầu cơ nếu như tỷ giá biến động thuận lợi. *Có thể nói* hợp đồng quyền chọn, với tính chất linh hoạt của nó, là hợp đồng cho phép công ty đạt được cả hai mục tiêu : phòng ngừa rủi ro và đầu cơ. Tuy nhiên, nhược điểm của nó là công ty phải bỏ chi phí ra mua quyền chọn, cho dù có thực hiện hay không thực hiện quyền chọn.

Tư vấn lựa chọn – Hợp đồng quyền chọn mua có thể được lựa chọn sử dụng như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối đối với khoản phải trả khi nào có một thị trường quyền chọn tập trung hoặc phi tập trung sẵn sàng cho loại giao dịch này. Mặt khác, nếu sự biến động tỷ giá của một loại ngoại tệ nào đó so với nội tệ rất khó dự đoán thì công ty nên chọn hợp đồng quyền chọn như là giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối.

2.3.5. Hướng dẫn sử dụng thị trường tiền tệ :

Các giải pháp phòng ngừa rủi ro ngoại hối như đã trình bày ở các phần trước dựa trên cơ sở sử dụng các công cụ tài chính phái sinh trên thị trường ngoại hối. Rõ ràng các giải pháp này chỉ sử dụng được trong điều kiện có một thị trường ngoại hối phái sinh tập hoạt động. *Nếu không,* các công ty nhập khẩu có thể sử dụng kết hợp các giao dịch trên thị trường tiền tệ để tự phòng ngừa rủi ro ngoại hối. Sau đây sẽ xem xét chi tiết cách thức sử dụng giải pháp này.

Nguyên tắc sử dụng – Muốn sử dụng thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối khi có hợp đồng nhập khẩu sẽ đến hạn thanh toán trong tương lai, công ty nhập khẩu có thể sử dụng các giao dịch vay và gửi ngoại tệ trên thị trường tiền tệ kết hợp với mua và bán ngoại tệ trên thị trường ngoại hối để biết trước được trị giá hợp đồng nhập khẩu quy ra nội tệ phải thanh toán, bất chấp tỷ giá giao ngay khi hợp đồng đến hạn là bao nhiêu. Sử dụng giải pháp này, công ty phải biết thực hiện một số giao dịch ở thời điểm hiện tại, qua đó, dự đoán trước được giao dịch chắc chắn sẽ xảy ra ở thời điểm hợp đồng đáo hạn.

Giao dịch cụ thể – Trong tình huống xem xét, công ty Import Co. Ltd có hợp đồng nhập khẩu trị giá 1 triệu USD sẽ đến hạn thanh toán sau 6 tháng, tỷ giá giao ngay (USD/VND) ở thời điểm hiện tại : 15.990 – 15.992 trong khi tỷ giá giao ngay (USD/VND) khi hợp đồng đến hạn chưa biết vì chưa xảy ra. Để tránh tổn thất giao dịch, công ty kết hợp thực hiện một số giao dịch như sau :

- *Ở thời điểm hiện tại :* Ngay sau khi ký hợp đồng xuất khẩu công ty liên hệ với ngân hàng để thu thập thông tin về lãi suất VND và USD kỳ hạn 6 tháng. Chẳng hạn, ngân hàng chào cho công ty lãi suất VND : 0,65 – 0,85 và USD : 3,25 – 4,25. *Có nghĩa là* với kỳ hạn 6 tháng, lãi suất tiền gửi VND là 0,65%/tháng và cho vay là 0,85%/tháng, trong khi lãi suất tiền gửi USD là 3,25%/năm và cho vay là 4,25%/năm. *Ngoài ra,* công ty còn biết tỷ giá giao ngay USD/VND : 15.990 – 15.992. *Dựa vào* những thông tin có được, Import Co. Ltd tiến hành các giao dịch như sau :
  - Vay VND, số tiền vay bằng hiện giá của 1 triệu USD với suất chiết khấu bằng lãi suất tiền gửi USD nhân với tỷ giá bán giao ngay USD/VND. *Nghĩa là* vay : [1 triệu USD / (1+0,0325 x 6/12)] (15.992) = 15.736.285.360 VND.
  - Công ty sử dụng số VND vừa vay mua USD trên thị trường giao ngay được 15.736.285.360 / 15992 = 984.010 USD.
  - Số USD này chuẩn bị nhưng chưa thanh toán vì hợp đồng nhập khẩu chưa đến hạn. *Do đó,* Công ty có thể gửi số tiền này vào ngân hàng kỳ hạn 6 tháng với lãi suất 3,25%/năm.
- *Ở thời điểm hợp đồng đáo hạn :* Mặc dù ở thời điểm hiện tại, hợp đồng nhập khẩu chưa đến hạn nhưng công ty biết trước được ở thời điểm đáo hạn chắc chắn có những giao dịch sau đây :
  - Công ty thu về số USD gửi ngân hàng cả gốc và lãi bằng 984.010 (1+ 0,0325x6/12) = 1 triệu USD.
  - Sử dụng số USD này thanh toán hợp đồng nhập khẩu vừa đến hạn, trị giá 1 triệu USD.
  - Trả nợ VND cho ngân hàng cả gốc và lãi là 15.736.285.360(1+0,85% x 6) = 16.538.835.910 VND. Đây chính là chi phí nhập khẩu quy ra VND ở thời điểm hợp đồng đến hạn mà công ty biết trước mình sẽ phải thanh toán.

Với các giao dịch thực hiện ở thời điểm hiện tại và các giao dịch biết trước sẽ xảy ra ở thời điểm đáo hạn, công ty biết trước mình phải thanh toán hợp đồng nhập khẩu quy ra VND là 16.538.835.910 VND. *Nhờ vậy,* hoàn toàn có thể loại bỏ được rủi ro ngoại hối.

Nhận xét ưu, nhược điểm – Sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối như vừa mô tả trên đây có ưu điểm là có thể thực hiện được trong điều kiện không có thị trường ngoại hối phái sinh hoặc giả công ty không thể thương lượng được các hợp đồng phái sinh với ngân hàng. *Thực chất,* sử dụng thị trường tiền tệ để phòng ngừa rủi ro ngoại hối cũng tương tự như là sử dụng hợp đồng kỳ hạn, chỉ khác ở chỗ hợp đồng kỳ hạn là công cụ phòng ngừa rủi ro ngoại hối do ngân hàng thiết kế và cung cấp cho doanh nghiệp, *trong khi* sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ xem như là sử dụng công cụ phòng ngừa do chính công ty thiết kế và thực hiện. *Tuy nhiên,* giải pháp này có nhược điểm là không thể áp dụng được khi thị trường tiền tệ bị áp chế hay kiểm soát chặt chẽ khiến cho các giao dịch vay và mua bán ngoại tệ không thực hiện được một cách tự do.

Tư vấn lựa chọn – Như đã chỉ ra khi nhận xót ưu nhược điểm, giải pháp này nên sử dụng khi nào không thể thương lượng được việc sử dụng các công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro ngoại hối và dĩ nhiên là không nên hay đúng hơn là không thể sử dụng trong điều kiện thị trường tiền tệ bị kiểm soát chặt chẽ khiến các giao dịch vay và mua bán ngoại tệ không được thực hiện một cách tự do.

Trên đây vừa trình bày xong phần hướng dẫn doanh nghiệp sử dụng các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khi có khoản phải trả bằng ngoại tệ. Dựa theo hướng dẫn này, các ngân hàng thương mại có thể thiết kế và trình bày thành "cẩm nang hướng dẫn" của mình và cung cấp cho các doanh nghiệp là khách hàng của ngân hàng khi có nhu cầu. *Tuy vậy* vẫn chưa đủ vì ngoài tổn thất giao dịch, rủi ro tỷ giá còn gây ra tổn thất kinh tế. Phần tiếp theo sẽ trình bày những hướng dẫn chi tiết nhằm giúp doanh nghiệp phòng ngừa tổn thất kinh tế.

3. CÁC GIẢI PHÁP PHÒNG NGỪA TỔN THẤT KINH TẾ KHI TỶ GIÁ BIẾN ĐỘNG

Tổn thất kinh tế là tổn thất phát sinh do sự thay đổi của tỷ giá làm ảnh hưởng đến ngân lưu quy ra nội tệ hoặc ngoại tệ của doanh nghiệp. Thực tế cho thấy trong thời gian qua ở Việt Nam tổn thất kinh tế ít khi được chú ý, thậm chí khi bàn đến rủi ro ngoại hối nhiều người lầm tưởng và đồng nghĩa rủi ro ngoại hối với tổn thất giao dịch mà bỏ quên mất tổn thất kinh tế.

3.1. Đặc điểm của tổn thất kinh tế :

Tổn thất kinh tế xảy ra tương tự như tổn thất giao dịch, chỉ khác biệt ở chỗ nó là những khoản tổn thất không xuất phát từ các khoản phải thu hoặc phải trả có hợp đồng rõ ràng mà từ ngân lưu hoạt động của doanh nghiệp. *Chẳng hạn,* sự lên giá của nội tệ làm sụt giảm doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp, do hàng xuất khẩu bây giờ trở nên đắt đỏ hơn đối với người tiêu dùng nước ngoài. *Hoặc giả,* chi phí đầu vào của doanh nghiệp gia tăng do ngoại tệ lên giá so với nội tệ trong khi đại đa số nguyên vật liệu đầu vào phục vụ sản xuất từ nguồn nhập khẩu. Tổn thất kinh tế nói chung liên quan đến vị thế cạnh tranh tương đối của doanh nghiệp, theo đó do ảnh hưởng của biến động tỷ giá khiến cho khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp giảm sút và làm ảnh hưởng đến ngân lưu hoạt động nói chung của doanh nghiệp.

Không giống như tổn thất giao dịch, tổn thất kinh tế thường không thể kế hoạch hóa hay dự báo chính xác được. Trở lại với hàm số xác định tổn thất ngoại hối, trong phương trình $\Delta V = V.\Delta S$, chúng ta thấy rằng : đối với tổn thất giao dịch thì V là hằng số đã được cam kết trong hợp đồng, trong khi đối với tổn thất kinh tế thì V thay đổi, tùy theo ngân lưu hoạt động của doanh nghiệp. *Do đó,* tổn thất kinh tế có thể xác định theo công thức sau : $\Delta V = CF_t.\Delta S_t$, trong đó :

- ΔV là tổn thất kinh tế.
- CF_t là ngân lưu của doanh nghiệp ở thời điểm t.
- ΔS_t là mức độ thay đổi tỷ giá, $\Delta S_t = St_t - S_o$, trong đó S_t, S_o lần lượt là tỷ giá ở thời điểm t và thời điểm gốc.

Tổn thất kinh tế rõ ràng là khó xác định và ước lượng hơn tổn thất giao dịch, do nó phụ thuộc vào cả hai biến cùng thay đổi là CF_t và ΔS_t. *Chính điều này* làm cho tổn thất kinh tế trở nên đáng lo ngại hơn cả tổn thất giao dịch vì nó khó dự báo và nếu xảy ra thì tổn thất của nó lớn hơn rất nhiều so với tổn thất giao dịch.

3.2. Hướng dẫn phòng ngừa tổn thất kinh tế nếu nội tệ xuống giá :

Phần này sẽ hướng dẫn doanh nghiệp đối phó với tổn thất kinh tế khi nội tệ xuống giá so với ngoại tệ. *Lưu ý rằng* khi nói nội tệ xuống giá so với ngoại tệ, điều đó cũng đồng nghĩa với nói ngoại tệ lên giá so với nội tệ.

3.2.1. Mô tả tình huống :

Công ty A là công ty sản xuất hàng hóa tiêu thụ trong nước nhưng đại đa số nguyên vật liệu sử dụng trong sản xuất là từ nhập khẩu. Doanh thu tiêu thụ hàng năm của công ty là 100 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế bằng 30% doanh thu. Ở thời điểm hiện tại tỷ giá USD/VND là 16.000. *Trong tương lai* tỷ giá này như thế nào doanh nghiệp chưa biết, nội tệ có thể xuống giá cũng có thể lên giá so với ngoại tệ. *Tuy nhiên,* theo dự báo đáng tin cậy của nhiều ngân hàng thương mại thì trong tương lai USD có khả năng lên giá mạnh so với VND.

3.2.2. Phân tích sự phát sinh tổn thất kinh tế :

Trong tình huống đặt ra, tổn thất kinh tế phát sinh nếu ngoại tệ lên giá so với nội tệ. *Giả sử* tỷ giá USD/VND tăng 10% tức là từ 16.000 lên đến 17.600. Sự lên giá của USD so với VND, làm phát sinh tổn thất kinh tế cho công ty A, nhưng tổn thất này rất khó xác định và tiên lượng cụ thể được. Nói chung tổn thất kinh tế đối với công ty A có thể xảy ra thể hiện ở chỗ :

- *Thứ nhất là* làm cho chi phí sản xuất tăng lên. *Giả sử* các yếu tố khác không đổi, chi phí sản xuất của công ty cũng tăng bằng 10%. *Kết quả là,* lợi nhuận trước thuế của công ty A giảm xuống 10%, công ty thiệt hại một khoản lợi nhuận bằng 100(30%)(10%) = 3 tỷ đồng. Đây là khoản tổn thất rất lớn đối với công ty, nếu so với tổn thất giao dịch.
- *Thứ hai là* để bù đắp lại sự gia tăng chi phí do tỷ giá gia tăng, công ty có thể tăng giá bán. *Thế nhưng* trên thị trường cạnh tranh nếu tăng giá bán thì khả năng cạnh tranh của công ty giảm, *kết quả là,* doanh thu tiêu thụ của công ty sẽ giảm xuống và lợi nhuận trước thuế cũng giảm đi. Đây là mặt khác nữa của tổn thất kinh tế khi tỷ giá USD/VND gia tăng.
- *Thứ ba là* khi tỷ giá USD/VND gia tăng, một số người có khuynh hướng đầu cơ ngoại tệ bằng cách dành một phần thu nhập của mình mua USD thay vì mua hàng tiêu dùng như trước đây. *Điều này làm cho* nhu cầu thị trường nói chung và nhu cầu sản phẩm công ty A nói riêng giảm đi. *Kết quả là* doanh thu và lợi nhuận của công ty A giảm theo.

Vấn đề đặt ra là làm thế nào công ty có thể phòng ngừa được tổn thất kinh tế có thể xảy ra, tiếp tục duy trì khả năng cạnh tranh

mà không phải tăng giá bán để bù đắp sự gia tăng chi phí. Nguyên tắc chung để đối phó với tổn thất kinh tế trong tình huống đặt ra là tìm nguồn lợi nhuận khác kiếm được cũng từ sự gia tăng tỷ giá đó để bù đắp. *Muốn vậy,* công ty A có thể sử dụng hợp đồng giao sau hoặc quyền chọn trên thị trường ngoại hối để tạo ra lợi nhuận bù đắp cho tổn thất kinh tế. Do không xác định cụ thể được tổn thất kinh tế là bao nhiêu nên hợp đồng giao sau và hợp đồng quyền chọn chỉ có thể sử dụng để bù đắp tổn thất một cách tương đối chứ không thể nào hoàn toàn có thể loại bỏ được tổn thất kinh tế như trong trường hợp đối phó với tổn thất giao dịch.

3.2.3. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng giao sau :

Để bù đắp tổn thất kinh tế có thể xảy ra, công ty A có thể mua hợp đồng giao sau USD/VND trên thị trường ngoại hối. *Trước tiên* công ty cần ước lượng tổn thất kinh tế có thể lên đến bao nhiêu. *Chẳng hạn* trong tình huống trên tổn thất kinh tế có thể lên đến 3,2 tỷ đồng, tương đương với 200.000 USD. *Ở thời điểm hiện tại,* công ty A mua 20 hợp đồng giao sau, mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD. *Mặc dù* thời điểm tương lai chưa xảy ra, nhưng công ty A có thể biết trước được trong tương lai có hai khả năng đáng lưu ý xảy ra :

a. USD lên giá so với VND đúng như dự đoán – Trong trường hợp này công ty bị tổn thất về kinh tế như vừa phân tích. *Thế nhưng,* do USD lên giá so với VND trong khi công ty mua 20 hợp đồng giao sau mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD nên công ty có thể kiếm được lợi nhuận tích lũy hàng ngày trên tài khoản thanh toán bù trừ của mình ở sở giao dịch ngoại tệ giao sau. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tích lũy này để bù đắp cho tổn thất kinh tế. *Kết quả là* rủi ro ngoại hối được kiểm soát.

b. USD giảm giá so với VND ngược lại với dự đoán – *Trong trường hợp này* công ty A bị lỗ tích lũy hàng ngày do mua 20 hợp đồng giao sau trong khi USD xuống giá so với VND *Thế nhưng,* USD giảm giá so với VND làm cho chi phí sản xuất của công ty giảm đi. *Kết quả là* công ty kiếm thêm được một khoản lợi nhuận tăng thêm do chi phí sản xuất giảm, đồng thời do nhu cầu thị trường tăng lên. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tăng thêm này để bù đắp cho sự thiệt hại của hợp đồng giao sau. Kết quả là rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Như vậy, qua việc mua 20 hợp đồng giao sau, nếu trong tương lai USD lên giá đúng như dự đoán công ty có được khoản lợi nhuận tích lũy từ 20 hợp đồng này và có thể sử dụng khoản lợi nhuận tích lũy đó để bù đắp cho tổn thất kinh tế do USD lên giá so với VND. *Ngược lại dự đoán,* nếu USD giảm giá so với VND thì công ty tiết kiệm được chi phí sản xuất, *do đó,* có lợi nhuận tăng thêm, nhưng công ty bị lỗ do mua 20 hợp đồng giao sau. Công ty sử dụng nhuận tăng thêm đó để bù đắp thiệt hại do mua hợp đồng giao sau. *Kết quả là,* bất luận tình huống nào xảy ra, công ty vẫn kiểm soát được rủi ro ngoại hối và ngăn chận được tổn thất kinh tế.

3.2.4. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng quyền chọn :

Nếu công ty không muốn hoặc không thể thỏa thuận được hợp đồng giao sau như vừa trình bày, công ty có thể ngăn ngừa tổn thất kinh tế khi nội tệ xuống giá bằng cách mua quyền chọn mua ngoại tệ trên thị trường tập trung hoặc thị trường OTC. Như ở Việt Nam hiện nay, trong tình huống trên công ty A có thể liên hệ với các ngân hàng thương mại như ACB, Eximbank, Techcombank để mua 20 quyền chọn mua có nội dung ví dụ như sau :

- Trị giá mỗi quyền chọn (K) : 10.000 USD.
- Tỷ giá thực hiện (E) : 16.500.
- Phí mua quyền chọn (P) tính trên mỗi đồng ngoại tệ : 500 đồng. Tổng chi phí mua quyền chọn bằng (10.000 x 500 đồng) 20 = 100 triệu đồng.
- Kiểu quyền chọn : kiểu Mỹ.
- Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T) : 6 tháng.

Mặc dù thời điểm tương lai chưa xảy ra và tỷ giá USD/VND trong tương lai như thế nào chưa biết, nhưng công ty A biết trước trong tương lai có hai khả năng đáng lưu ý xảy ra :

a. USD lên giá so với VND đúng như dự đoán – Trong trường hợp này công ty bị tổn thất về kinh tế như vừa phân tích. *Thế nhưng,* do USD lên giá so với VND trong khi công ty mua 20 hợp đồng quyền chọn mua mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD nên công ty có thể kiếm được lợi nhuận bằng $20(10.000)(S_t - E)$, trong đó S_t là tỷ giá giao ngay ở thời điểm

t là thời điểm công ty A thực hiện quyền chọn (lưu ý $S_t > E$). *Lưu ý trước đó* công ty đã bỏ ra chi phí mua quyền chọn là P nên lợi nhuận ròng còn lại là $20(10.000)(S_t - E - P)$. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận này để bù đắp cho tổn thất kinh tế nếu USD lên giá so với VND. Kết quả là rủi ro ngoại hối được kiểm soát.

b. USD giảm giá so với VND ngược lại với dự đoán – Trong trường hợp này 20 quyền chọn công ty A đã mua không sinh lợi và công ty bị lỗ tối đa bằng chi phí mua 20 hợp đồng quyền chọn mua là 100 triệu đồng. Thế nhưng, USD giảm giá so với VND làm cho chi phí sản xuất của công ty giảm đi. Kết quả là công ty kiếm thêm được một khoản lợi nhuận tăng thêm do chi phí sản xuất giảm, đồng thời do nhu cầu thị trường tăng lên. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tăng thêm này để bù đắp cho sự thiệt hại chi phí khi mua 20 hợp đồng quyền chọn mua. Kết quả là rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Như vậy, qua việc mua 20 hợp đồng quyền chọn mua, nếu trong tương lai USD lên giá đúng như dự đoán công ty có được khoản lợi nhuận từ việc mua 20 hợp đồng này và có thể sử dụng khoản lợi nhuận đó để bù đắp cho tổn thất kinh tế do USD lên giá so với VND. *Ngược lại dự đoán,* nếu USD giảm giá so với VND thì công ty tiết kiệm được chi phí sản xuất, *do đó,* có lợi nhuận tăng thêm, nhưng công ty bị lỗ 100 triệu đồng chi phí, do mua 20 hợp đồng quyền chọn mua. Công ty sử dụng nhuận tăng thêm đó để bù đắp thiệt hại do mua hợp đồng quyền chọn mua. *Kết quả là,* bất luận tình huống nào xảy ra, công ty vẫn kiểm soát được rủi ro ngoại hối và ngăn chận được tổn thất kinh tế.

3.3. Hướng dẫn phòng ngừa tổn thất kinh tế nếu nội tệ lên giá :

Thực tiễn thời gian qua cho thấy nội tệ thường giảm giá dần dần so với ngoại tệ. *Tuy nhiên,* trong tương lai khi hội nhập và tự do hóa tỷ giá, không phải lúc nào nội tệ cũng mất giá mà khả năng nội tệ lên giá cũng hoàn toàn có thể xảy ra như khả năng nội tệ xuống giá. *Khi ấy* phát sinh tổn thất kinh tế do nội tệ lên giá. *Do vậy,* phần này tiếp tục hướng dẫn doanh nghiệp phòng ngừa tổn thất kinh tế nếu nội tệ lên giá so với ngoại tệ.

3.3.1. Mô tả tình huống :

Công ty B là công ty sản xuất hàng hóa bằng nguyện liệu trong nước và sản phẩm sản xuất ra được xuất khẩu ra thị trường nước ngoài. Doanh thu xuất khẩu hàng năm của công ty là 10 triệu USD và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu là 10%. Ở thời điểm hiện tại tỷ giá USD/VND là 16.000. *Trong tương lai* tỷ giá này như thế nào doanh nghiệp chưa biết, nội tệ có thể xuống giá cũng có thể lên giá so với ngoại tệ. *Tuy nhiên,* theo dự báo đáng tin cậy của nhiều ngân hàng thương mại thì trong tương lai Ngân hàng Nhà nước sẽ tự do hóa tỷ giá và khi ấy VND có khả năng lên giá so với USD, do Việt Nam gia tăng kim ngạch xuất khẩu nhờ lợi ích của việc gia nhập WTO và cải thiện môi trường thu hút đầu tư nước ngoài.

3.3.2. Phân tích sự phát sinh tổn thất kinh tế :

Trong tình huống đặt ra, tổn thất kinh tế phát sinh nếu nội tệ lên giá so với ngoại tệ. *Giả sử* tỷ giá USD/VND giảm 5% tức là từ 16.000 còn 15.200. Sự giảm giá của USD so với VND hay sự lên giá của VND so với USD, làm phát sinh tổn thất kinh tế cho công ty B, bao gồm cả tổn thất do giảm sản lượng tiêu thụ lẫn giảm giá bán quy ra VND. Tổn thất kinh tế khó tiên lượng và xác định hơn rất nhiều so với tổn thất giao dịch. Nói chung trong tình huống này, tổn thất kinh tế phát sinh đối với công ty B thể hiện ở chỗ :

- *Thứ nhất là* VND lên giá so với USD khiến cho hàng hóa do Việt Nam xuất khẩu trở nên đắt đỏ hơn so với hàng nhập của nước khác và hàng nội địa ở nước nhập khẩu. Điều này dẫn đến nhu cầu nhập khẩu hàng Việt Nam giảm đi và doanh thu xuất khẩu của công ty B, do đó, cũng giảm theo gây ra tổn thất kinh tế cho công ty B. Việc nhu cầu hàng xuất khẩu của công ty B giảm đi do VND lên giá gây ra tổn thất cho công ty B là rõ ràng nhưng tổn thất cụ thể là bao nhiêu là rất khó xác định.
- *Thứ hai là,* bên cạnh tổn thất do sụt giảm nhu cầu còn có tổn thất do sụt giảm doanh thu quy ra nội tệ. Trước đây tỷ giá USD/VND = 16.000. Giả sử sản phẩm của công ty B làm ra có giá bán trên thị trường nội địa là 160.000 đồng và giá xuất khẩu là 10 USD thì công ty có lãi. *Bây giờ* do VND lên giá so với USD nên tỷ giá USD/VND chỉ còn 15.200. Doanh thu xuất khẩu hàng năm của công ty B ra thị trường nước ngoài thu về

10 triệu USD giờ đây chỉ tạo ra được doanh thu là 10 triệu USD x 15.200 = 152 tỷ đồng. Doanh thu xuất khẩu của Công ty B giảm đi 8 tỷ đồng so với trước đây. Nếu các yếu tố khác không đổi, sự sụt giảm 8 tỷ đồng doanh thu khiến cho lợi nhuận của công ty giảm 800 triệu đồng (tỷ suất lợi nhuận so với doanh thu là 10%).

Vấn đề đặt ra là làm thế nào công ty có thể phòng ngừa được tổn thất kinh tế có thể xảy ra, tiếp tục duy trì khả năng cạnh tranh trên thị trường. Nguyên tắc chung để đối phó với tổn thất kinh tế trong tình huống đặt ra là tìm nguồn lợi nhuận khác kiếm được cũng từ sự lên giá của nội tệ để bù đắp cho sự tổn thất. *Muốn vậy,* công ty B có thể sử dụng hợp đồng giao sau hoặc quyền chọn trên thị trường ngoại hối để tạo ra lợi nhuận bù đắp cho tổn thất kinh tế. Do không xác định cụ thể được tổn thất kinh tế là bao nhiêu nên hợp đồng giao sau và hợp đồng quyền chọn chỉ có thể sử dụng để bù đắp tổn thất một cách tương đối chứ không thể nào hoàn toàn có thể loại bỏ được tổn thất kinh tế như trong trường hợp đối phó với tổn thất giao dịch.

3.3.3. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng giao sau :

Để bù đắp tổn thất kinh tế có thể xảy ra, công ty B có thể bán hợp đồng giao sau USD/VND trên thị trường ngoại hối. *Trước tiên* công ty cần ước lượng tổn thất kinh tế có thể lên đến bao nhiêu. *Chẳng hạn* trong tình huống trên nếu tỷ giá USD/VND giảm 5% khiến cho doanh thu xuất khẩu của công ty B giảm 20%. *Như vậy,* tổn thất kinh tế có thể lên đến 2 triệu USD. *Ở thời điểm hiện tại,* công ty B bán 200 hợp đồng giao sau, mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD. Mặc dù thời điểm tương lai chưa xảy ra, nhưng công ty B có thể biết trước được trong tương lai có hai khả năng đáng lưu ý xảy ra :

a. USD giảm giá so với VND đúng như dự đoán – Trong trường hợp này công ty bị tổn thất về kinh tế như vừa phân tích. *Thế nhưng,* do USD giảm giá so với VND trong khi công ty bán 200 hợp đồng giao sau mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD nên công ty có thể kiếm được lợi nhuận tích lũy hàng ngày trên tài khoản thanh toán bù trừ của mình ở sở giao dịch ngoại tệ giao sau. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tích lũy này để bù đắp cho tổn thất kinh tế. Kết quả là rủi ro ngoại hối được kiểm soát.

b. USD lên giá so với VND ngược lại với dự đoán – *Trong trường hợp này* công ty B bị lỗ tích lũy hàng ngày do bán 200 hợp đồng giao sau trong khi USD lên giá so với VND. *Thế nhưng,* USD lên giá so với VND làm cho nhu cầu và doanh thu xuất khẩu của công ty tăng thêm. *Kết quả là* công ty kiếm thêm được một khoản lợi nhuận tăng thêm do doanh thu quy ra VND tăng thêm, đồng thời do nhu cầu thị trường xuất khẩu tăng lên. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tăng thêm này để bù đắp cho sự thiệt hại của hợp đồng giao sau. *Kết quả là* rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Như vậy, qua việc bán 200 hợp đồng giao sau, nếu trong tương lai USD giảm giá đúng như dự đoán công ty có được khoản lợi nhuận tích lũy từ 200 hợp đồng này và có thể sử dụng khoản lợi nhuận tích lũy đó để bù đắp cho tổn thất kinh tế do USD giảm giá so với VND. *Ngược lại dự đoán,* nếu USD lên giá so với VND thì công ty gia tăng được doanh thu xuất khẩu, do đó, có lợi nhuận tăng thêm, nhưng công ty bị lỗ do bán 200 hợp đồng giao sau. Công ty sử dụng nhuận tăng thêm đó để bù đắp thiệt hại do bán hợp đồng giao sau. *Kết quả là,* bất luận tình huống nào xảy ra, công ty vẫn kiểm soát được rủi ro ngoại hối và ngăn chận được tổn thất kinh tế.

3.3.4. Hướng dẫn sử dụng hợp đồng quyền chọn :

Nếu công ty không muốn hoặc không thể thỏa thuận được hợp đồng giao sau như vừa trình bày, công ty có thể ngăn ngừa tổn thất kinh tế khi nội tệ lên giá bằng cách mua quyền chọn bán ngoại tệ trên thị trường tập trung hoặc thị trường OTC. Như ở Việt Nam hiện nay, trong tình huống trên công ty B có thể liên hệ với các ngân hàng thương mại như ACB, Eximbank, Techcombank để mua 200 quyền chọn bán có nội dung ví dụ như sau :

- Trị giá mỗi quyền chọn (K) : 10.000 USD.
- Tỷ giá thực hiện (E) : 15.500.
- Phí mua quyền chọn (P) tính trên mỗi đồng ngoại tệ : 500 đồng. Tổng chi phí mua quyền chọn bằng (10.000 x 500 đồng) 200 = 1 tỷ đồng.
- Kiểu quyền chọn : kiểu Mỹ.
- Thời hạn hiệu lực của quyền chọn (T) : 6 tháng.

Mặc dù thời điểm tương lai chưa xảy ra và tỷ giá USD/VND trong tương lai như thế nào chưa biết, nhưng công ty B biết trước trong tương lai có hai khả năng đáng lưu ý xảy ra :

a. USD giảm giá so với VND đúng như dự đoán – *Trong trường hợp này* công ty bị tổn thất về kinh tế như vừa phân tích. *Thế nhưng,* do USD giảm giá so với VND trong khi công ty mua 200 hợp đồng quyền chọn bán mỗi hợp đồng trị giá 10.000 USD nên công ty có thể kiếm được lợi nhuận bằng $200(10.000)(E - S_t - P)$ trong đó S_t là tỷ giá giao ngay ở thời điểm t là thời điểm công ty B thực hiện quyền chọn (lưu ý $S_t < E$). Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận này để bù đắp cho tổn thất kinh tế nếu USD giảm giá so với VND. Kết quả là rủi ro ngoại hối được kiểm soát.

b. USD lên giá so với VND ngược lại với dự đoán – *Trong trường hợp này* 200 quyền chọn công ty B đã mua không sinh lợi và công ty bị lỗ tối đa bằng chi phí mua 200 hợp đồng quyền chọn mua là 1 tỷ đồng. *Thế nhưng,* USD lên giá so với VND làm cho doanh thu xuất khẩu của công ty tăng thêm. *Kết quả là* công ty kiếm thêm được một khoản lợi nhuận tăng thêm do tăng doanh thu quy ra VND, đồng thời do nhu cầu thị trường xuất khẩu tăng lên. Công ty có thể sử dụng khoản lợi nhuận tăng thêm này để bù đắp cho sự thiệt hại chi phí khi mua 200 hợp đồng quyền chọn bán. *Kết quả là* rủi ro ngoại hối vẫn được kiểm soát.

Như vậy, qua việc mua 200 hợp đồng quyền chọn bán, nếu trong tương lai USD giảm giá đúng như dự đoán công ty có được khoản lợi nhuận từ việc mua 200 hợp đồng này và có thể sử dụng khoản lợi nhuận đó để bù đắp cho tổn thất kinh tế do USD giảm giá so với VND. *Ngược lại dự đoán,* nếu USD lên giá so với VND thì công ty tăng được doanh thu xuất khẩu, *do đó,* có lợi nhuận tăng thêm, nhưng công ty bị lỗ 1 tỷ đồng chi phí, do mua 200 hợp đồng quyền chọn bán. Công ty sử dụng nhuận tăng thêm đó để bù đắp thiệt hại do mua hợp đồng quyền chọn bán. *Kết quả là,* bất luận tình huống nào xảy ra, công ty vẫn kiểm soát được rủi ro ngoại hối và ngăn chận được tổn thất kinh tế.

TÓM TẮT NỘI DUNG

Rủi ro tỷ giá là rủi ro phát sinh do sự biến động của tỷ giá gây ra làm tổn thất đến doanh nghiệp. Tổn thất do biến động tỷ giá có thể phân chia thành tổn thất giao dịch, tổn thất kinh tế và tổn thất kế toán. Cách xác định và đo lường những loại tổn thất này đã trình bày trong chương 15.

Tổn thất giao dịch là tổn thất do sự biến động của tỷ giá làm ảnh hưởng đến giá trị kỳ vọng của khoản phải thu hoặc phải trả có cam kết của doanh nghiệp. Tổn thất giao dịch phát sinh liên quan đến các khoản phải thu hoặc khoản phải trả bằng ngoại tệ xuất phát từ các hoạt động xuất nhập khẩu, hoạt động đầu tư và hoạt động tín dụng của doanh nghiệp. Để quản lý và kiểm soát tổn thất giao dịch, doanh nghiệp có thể liên hệ với ngân hàng để thực hiện các giao dịch phái sinh ngoại tệ như hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi, hợp đồng giao sau và hợp đồng quyền chọn. Nếu không thương lượng được các hợp đồng phái sinh vừa đề cập, doanh nghiệp cũng có thể quản lý tổn thất ngoại tệ bằng cách thực hiện các giao dịch mua hoặc bán ngoại tệ và giao dịch vay hoặc cho vay ngoại tệ trên thị trường tiền tệ như là một công cụ tự bảo hiểm rủi ro.

Tổn thất kinh tế là tổn thất do sự biến động của tỷ giá làm ảnh hưởng đến dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp. Để quản lý và kiểm soát tổn thất kinh tế, doanh nghiệp có thể sử dụng các giao dịch phái sinh bao gồm hợp đồng giao sau và hợp đồng quyền chọn.

Riêng tổn thất kế toán chưa thật sự cần quan tâm vì thực tế loại tổn thất này chỉ đáng lo ngại khi doanh nghiệp có hoạt động sản xuất, kinh doanh và đầu tư ra nước ngoài.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Tổn thất giao dịch phát sinh như thế nào trong hoạt động của coanh nghiệp ? Cho ví dụ minh họa.
2. Trình bày nguyên tắc chung để phòng ngừa và quản lý tổn thất giao dịch khi doanh nghiệp có khoản phải thu ngoại tệ.
3. Trình bày nguyên tắc chung để phòng ngừa và quản lý tổn thất giao dịch khi doanh nghiệp có khoản phải trả bằng ngoại tệ.
4. Tổn thất kinh tế phát sinh như thế nào trong hoạt động của coanh nghiệp ? Cho ví dụ minh họa.
5. Trình bày nguyên tắc chung để phòng ngừa và quản lý tổn thất kinh tế khi nội tệ xuống giá so với ngoại tệ.
6. Trình bày nguyên tắc chung để phòng ngừa và quản lý tổn thất kinh tế khi nội tệ lên giá so với ngoại tệ.
7. Rủi ro tỷ giá trong hoạt động của ngân hàng thương mại có đặc điểm gì khác so với rủi ro tỷ giá trọng hoạt động của doanh nghiệp

BÀI TẬP THỰC HÀNH

Bài 1 :

Có một số thông tin về tỷ giá và lãi suất như sau :

USD/VND	15.730	15.761
USD	2,55%/năm	3,55%/năm
VND	0,55%/tháng	0,75%/tháng

Hãy sử dụng hợp đồng có kỳ hạn để khóa chặt khoản phải thu hay khoản phải trả khi bạn là nhân viên ngân hàng cần :

a. Đại diện cho nhà nhập khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 95.000 USD và 3 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán

b. Đại diện cho nhà xuất khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 82.000 USD và 6 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Bài giải :

a. Bạn đại diện cho nhà nhập khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 95.000 USD và 3 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Khách hàng có một hợp đồng nhập khẩu trị giá 95.000 USD sẽ đến hạn thanh toán sau 3 tháng. Nếu đến hạn thanh toán USD lên giá so với VND thì khách hàng bị tổn thất giao dịch. Khoản tổn thất này bằng chênh lệch giữa tỷ giá ở thời điểm thanh toán và tỷ giá ở thời điểm ký hợp đồng nhân với trị giá hợp đồng nhập khẩu. Rủi ro của khách hàng là nếu tỷ giá USD/VND càng cao thì tổn thất càng lớn. Để tránh tổn thất, khách hàng có thể liên hệ với ngân hàng mua 95.000 USD theo hợp đồng kỳ hạn 3 tháng. Khi ấy, ngân hàng sẽ chào cho khách hàng tỷ giá bán kỳ hạn được xác định như sau :

$$F_b = S_b + \frac{S_b\,[LSCV(VND) - LSTG(USD)]\,n}{36.000}$$

$$= 15.761 + \frac{15.761\,(0{,}75 \times 12 - 2{,}55)\,90}{36.000} = 16.105$$

Với tỷ giá bán kỳ hạn F_b = 16.015 cố định và biết trước, khách hàng có thể khóa chặt khoản phải trả của mình ở mức 95.000 x 16.015 = 1.521.425.000 VND bất chấp tỷ giá USD/VND ở thời điểm thanh toán là bao nhiêu.

b. Tư vấn cho nhà xuất khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 82.000 USD và 6 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Nhà xuất khẩu có một hợp đồng xuất khẩu trị giá 82.000 USD sẽ đến hạn thanh toán sau 6 tháng. Nếu đến hạn thanh toán USD xuống giá so với VND thì khách hàng bị tổn thất giao dịch. Khoản tổn thất này bằng chênh lệch giữa tỷ giá ở thời điểm thanh toán và tỷ giá ở thời điểm ký hợp đồng nhân với trị giá hợp đồng nhập khẩu. Rủi ro của khách hàng là nếu tỷ giá USD/VND càng xuống thấp thì tổn thất càng lớn. Để tránh tổn thất, khách hàng có thể liên hệ với ngân hàng bán 82.000 USD theo hợp đồng kỳ hạn 6 tháng. Khi ấy, ngân hàng sẽ chào cho khách hàng tỷ giá mua kỳ hạn được xác định như sau :

$$F_m = S_m + \frac{S_m\,[LSTG(VND) - LSCV(USD)]\,n}{36.000}$$

$$= 15.730 + \frac{15.730\,(0{,}55 \times 12 - 3{,}55)\,180}{36.000} = 15.970$$

Với tỷ giá bán kỳ hạn F_m = 15.970 cố định và biết trước, nhà xuất khẩu có thể khóa chặt khoản phải thu của mình ở mức 82.000 x 1.597 = 1.309.540.000 VND bất chấp tỷ giá USD/VND ở thời điểm thanh toán là bao nhiêu ?

Bài 2 :

Có một số thông tin về tỷ giá và lãi suất như sau :

USD/VND	15.730	15.761
USD	2,55%/năm	3,55%/năm
VND	0,55%/tháng	0,75%/tháng

Hãy sử dụng thị trường tiền tệ để tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá khi :

a. Doanh nghiệp là nhà nhập khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 95.000 USD và 3 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

b. Doanh nghiệp là nhà xuất khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 82.000 USD và 6 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Bài giải :

a. Doanh nghiệp là nhà nhập khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 95.000 USD và 3 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Ở thời điểm hiện tại – Doanh nghiệp có thể sử dụng thị trường tiền tệ để tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá bằng cách thực hiện các giao dịch sau đây :

- Vay VND để mua USD. Số tiền vay bằng hiện giá của 95.000 USD nhân với tỷ giá bán USD/VND, tức là bằng : [95.000 / (1 + 0,0255 x 3/12)] 15.671 = 1.487.810.210 VND.
- Sử dụng tiền vay VND mua được 1.487.810.210 / 15.761 = 94.398,21 USD.

- Số USD này đem gửi ngân hàng trong thời hạn 3 tháng với lãi suất 2,55%/năm.

Mặc dù thời điểm đáo hạn chưa xảy ra, nhưng doanh nghiệp có thể biết trước được các giao dịch sẽ diễn ra ở *thời điểm đáo hạn* như sau :

- Thu về số tiền gửi USD cả gốc và lãi bằng 94.398,21 (1 + 0,0255 x 3/12) = 95.000 USD.
- Sử dụng số USD này để thanh toán cho hợp đồng nhập khẩu trị giá 95.000 USD.
- Trả nợ vay VND cả gốc và lãi bằng 1.487.810.210 (1 + 0,75% x 3) = 1.521.285.940 VND. Đây chính là chi phí nhập khẩu quy ra VND mà doanh nghiệp có thể biết trước được. Nhờ vậy, rủi ro tỷ giá có thể được loại trừ.

b. Doanh nghiệp là nhà xuất khẩu Việt Nam có một hợp đồng trị giá 82.000 USD và 6 tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Ở thời điểm hiện tại – Doanh nghiệp có thể sử dụng thị trường tiền tệ để tự bảo hiểm rủi ro tỷ giá bằng cách thực hiện các giao dịch sau đây :

- Vay USD. Số tiền vay bằng hiện giá của 82.000 USD, tức là bằng 82.000 / (1 + 0,0355 x 6/12) = 80.569,88 USD.
- Bán 80.569,88 USD lấy được 80.569,88 x 15.730 = 1.267.364.212 VND.
- Số VND này đem gửi ngân hàng trong thời hạn 6 tháng với lãi suất 0,55%/tháng.

Mặc dù thời điểm đáo hạn chưa xảy ra nhưng doanh nghiệp có thể biết trước được các giao dịch sẽ diễn ra *ở thời điểm đáo hạn* như sau :

- Thu về số tiền 82.000 USD từ hợp đồng xuất khẩu.
- Sử dụng số USD này để thanh toán tiền vay USD cả gốc và lãi bằng : 80.569,88 (1 + 0,0355 x 6/12) = 82.000 USD.
- Thu về tiền gửi VND cả gốc và lãi bằng 1.267.364.212 (1 + 0,55% x 6) = 1.309.187.231 VND. Đây chính là doanh thu xuất khẩu quy ra VND mà doanh nghiệp có thể biết trước được. Nhờ vậy, rủi ro tỷ giá có thể được loại trừ.

Bài 3 :

Giả sử, các hợp đồng quyền chọn mua và quyền chọn bán do ngân hàng Á Châu cung cấp theo nội dung như sau :

	Quyền chọn mua	**Quyền chọn bán**
Trị giá	Thương lượng	Thương lượng
Tỷ giá thực hiện (USD/VND)	15.952	15.932
Phí mua quyền	15 đồng cho mỗi USD	15 đồng cho mỗi USD
Kiểu quyền	Mỹ	Mỹ
Thời hạn	2 tháng	2 tháng

Hãy trình bày cách thức sử dụng các hợp đồng quyền chọn này để phòng ngừa rủi ro tỷ giá trong hai trường hợp :

a. Bạn làm việc cho công ty Gidoim đang xem xét ký kết một hợp đồng nhập khẩu trị giá 430.000 USD trả chậm trong thời hạn 2 tháng.

b. Bạn làm việc cho công ty Gidomex đang xem xét ký kết một hợp đồng xuất khẩu trị giá 450.000 USD trả chậm trong thời hạn 2 tháng.

Bài giải :

a. Bạn làm việc cho công ty Gidoim đang xem xét ký kết một hợp đồng nhập khẩu trị giá 430.000 USD trả chậm trong thời hạn 2 tháng.

Sau khi ký hợp đồng nhập khẩu trả chậm 2 tháng trị giá 430.000 USD, Gidoim có một khoản phải trả bằng USD. Gidoim đối mặt với rủi ro ngoại hối là khi đến hạn thanh toán nếu USD lên giá so với VND. Để tránh rủi ro ngoại hối, Gidoim mua quyền chọn mua của ngân hàng Á Châu với các nội dung thỏa thuận như sau :

- Trị giá hợp đồng : 430.000 USD.
- Phí mua quyền : 15 đồng/USD. Do đó, tổng chi phí mua quyền chọn là 15 x 430.000 = 6.450.000 VND.

- Tỷ giá thực hiện : 15.952.
- Thời hạn của quyền chọn bằng thời hạn của hợp đồng nhập khẩu : 2 tháng
- Kiểu quyền : kiểu Mỹ.

Với hợp đồng quyền chọn mua trên đây, Gidoim có thể tránh được rủi ro ngoại hối vì sau khi mua quyền chọn, Gidoim biết trước rằng khi đến hạn thanh toán có hai khả năng xảy ra :

- Thứ nhất là, nếu tỷ giá USD/VND lớn hơn tỷ giá thực hiện (15.952) thì Gidoim sẽ thực hiện quyền chọn mua và chắc chắn mua được 430.000 USD với mức chi phí biết trước là (15.952 x 430.000) cộng với chi phí mua quyền chọn, tức là bằng (15.952 x 430.000) + 6.450.000 = 6.865.810.000 VND.
- Thứ hai là, nếu tỷ giá USD/VND nhỏ hơn tỷ giá thực hiện (15.952) thì Gidoim không thực hiện quyền chọn mà mua 430.000 USD trên thị trường giao ngay. Chi phí nhập khẩu quy ra VND trong trường hợp này bằng (tỷ giá giao ngay USD/VND x 430.000) + 6.450.000 chưa biết cụ thể là bao nhiêu nhưng Gidoim biết chắc chi phí nhập khẩu sẽ nhỏ hơn trường hợp thứ nhất vì tỷ giá giao ngay USD/VND nhỏ hơn tỷ giá thực hiện.

Tóm lại, dù trường hợp nào xảy ra, Gidoim cũng biết trước chi phí nhập khẩu của mình tối đa là 6.865.810.000 VND. Nhờ vậy, rủi ro tỷ giá đã được kiểm soát.

b. Bạn làm việc cho công ty Gidomex và đang xem xét ký kết một hợp đồng xuất khẩu trị giá 450.000 USD trả chậm trong thời hạn 2 tháng.

Sau khi ký hợp đồng xuất khẩu trả chậm 2 tháng trị giá 450.000 USD, Gidomex có một khoản phải thu bằng USD. Gidomex đối mặt với rủi ro ngoại hối là khi đến hạn thanh toán nếu USD xuống giá so với VND. Để tránh rủi ro ngoại hối, Gidomex mua quyền chọn bán của ngân hàng Á Châu với các nội dung thỏa thuận như sau :

- Trị giá hợp đồng : 450.000 USD.
- Phí mua quyền : 15 đồng/USD. Do đó tổng chi phí mua quyền chọn là : 15 x 450.000 = 6.750.000 VND.
- Tỷ giá thực hiện : 15.952.

- Thời hạn của quyền chọn bằng thời hạn của hợp đồng xuất khẩu : 2 tháng.
- Kiểu quyền : kiểu Mỹ.

Với hợp đồng quyền chọn bán trên đây, Gidomex có thể tránh được rủi ro ngoại hối vì sau khi mua quyền chọn, Gidomex biết trước rằng khi đến hạn thanh toán có hai khả năng xảy ra :

- Thứ nhất là, nếu tỷ giá USD/VND thấp hơn tỷ giá thực hiện (15.952) thì Gidomex sẽ thực hiện quyền chọn bán và chắc chắn bán được 450.000 USD với mức doanh thu biết trước là (15.952 x 450.000) trừ đi chi phí mua quyền chọn, tức là bằng (15.952 x 450.000) – 6.750.000 = 7.171.650.000 VND.
- Thứ hai là, nếu tỷ giá USD/VND lớn hơn tỷ giá thực hiện (15.952) thì Gidomex không thực hiện quyền chọn mà bán 450.000 USD trên thị trường giao ngay. Doanh thu xuất khẩu quy ra VND trong trường hợp này bằng (tỷ giá giao ngay USD/VND x 450.000) – 6.750.000 chưa biết cụ thể là bao nhiêu nhưng Gidomex biết chắc doanh thu xuất khẩu sẽ lớn hơn trường hợp thứ nhất vì tỷ giá giao ngay USD/VND lớn hơn tỷ giá thực hiện.

Tóm lại, dù trường hợp nào xảy ra, Gidomex cũng biết trước doanh thu xuất khẩu của mình tối thiểu là 7.171.650.000 VND. Nhờ vậy, rủi ro tỷ giá đã được kiểm soát.

Bài 4 :

Ngày 26/12, Gidobank có nhận gửi của công ty A khoản tiền 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng đồng thời cho công ty B vay 1.200.000 USD cùng kỳ hạn. Tình hình thị trường tiền tệ vào thời điểm này có một số thông tin như sau :

Tỷ giá	Mua	Bán	Lãi suất (Kỳ hạn 3 tháng)	Gửi	Vay
USD/VND	15911	15913	VND	0,65	0,95
EUR/USD	1,2125	1,2185	EUR	3,86	4,80
GPB/USD	1,4318	1,4338	USD	3,82	4,68
USD/SGD	1,3422	1,3462	SGD	4,24	5,28

Phân tích xem rủi ro tỷ giá ảnh hưởng thế nào đối với công ty A, công ty B và Gidobank trong quan hệ tín dụng trên và làm thế nào để các bên có liên quan đối phó với rủi ro tín dụng ? Giả sử rằng, Gidobank chỉ có thực hiện các giao dịch tín dụng trên, ngoài ra không có giao dịch khác.

Bài giải :

Công ty A gửi 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy, công ty A có khoản phải thu 900.000 USD 3 tháng nữa đến hạn. Công ty A đối mặt với rủi ro ngoại hối là nếu đến thời điểm đáo hạn USD giảm giá so với VND. Với những thông tin đã cho, để tránh rủi ro ngoại hối công ty A có thể thỏa thuận bán kỳ hạn toàn bộ gốc và lãi tiền gửi USD cho Gidobank theo tỷ giá mua kỳ hạn thỏa thuận trước bằng :

$$F_m = S_m + \frac{S_m\,[LSTG(VND) - LSCV(USD)]\,n}{36.000}$$

$$= 15.911 + \frac{15.911\,(0{,}65 \times 12 - 4{,}68)\,90}{36.000} = 16.035$$

Với hợp đồng kỳ hạn này, công ty A biết trước được 3 tháng sau có thể bán USD cho ngân hàng cả gốc và lãi theo tỷ giá cố định và chắc chắn thu được :

$$[900.000(1 + 0{,}0382 \times 3/12)]\ 16.035 = 908.595\ (16.035)$$

$$= 14.569.320{,}83 \text{ nghìn đồng}$$

Công ty B vay 1.200.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy, công ty B có khoản phải trả 1.200.000 USD 3 tháng nữa đến hạn. Công ty B đối mặt với rủi ro ngoại hối là nếu đến thời điểm đáo hạn USD lên giá so với VND. Với những thông tin đã cho, để tránh rủi ro ngoại hối công ty B có thể thỏa thuận mua kỳ hạn toàn bộ gốc và lãi số tiền vay USD từ Gidobank theo tỷ giá bán kỳ hạn thỏa thuận trước bằng :

$$F_b = S_b + \frac{S_b\,[LSCV(VND) - LSTG(USD)]\,n}{36.000}$$

$$= 15.913 + \frac{15.913\,(0{,}95 \times 12 - 3{,}82)\,90}{36.000} = 16.215$$

Với hợp đồng kỳ hạn này, công ty B biết trước được 3 tháng sau có thể mua USD trả nợ cho ngân hàng cả gốc và lãi theo tỷ giá cố định và chắc chắn phải chi ra :

[1.200.000 (1 + 0,0468 x 3/12)] 16.215 = 1.214.040 (16215)
= 19.685.658,60 nghìn đồng

Gidobank :

Nhận gửi công ty A 900.000 USD kỳ hạn 3 tháng và cho vay công ty B 1.200.000 USD kỳ hạn 3 tháng. Như vậy, Gidobank có trạng thái ngoại tệ từ giao dịch tín dụng sau 3 tháng như sau : Thu nợ và lãi 1.214.040 USD – Chi lãi và gốc 908.595 = Thừa 305.445 USD kỳ hạn 3 tháng.

Mặt khác, Gidobank mua kỳ hạn của công ty A số tiền 900.000 (1 + 0,0382 x 3/12) = 908.595 USD và bán kỳ hạn cho công ty B số tiền 1.200.000 (1 + 0,0468 x 3/12) = 1.214.040 USD. Như vậy, Gidobank có trạng thái thiếu 1.214.040 – 908.595 = 305.445 USD kỳ hạn 3 tháng.

Trạng thái ngoại tệ ròng kỳ hạn 3 tháng của Gidobank bao gồm trạng thái thừa giao dịch tín dụng bằng 305.445 và trạng thái thiếu giao dịch mua bán ngoại tệ kỳ hạn bằng 305.445 USD. Như vậy, Gidobank có trạng thái ngoại tệ ròng kỳ hạn 3 tháng cân bằng. Với trạng thái ngoại tệ cân bằng, Gidobank không lo ngại rủi ro tỷ giá.

BÀI TẬP RÈN LUYỆN

Bài 1 :

Có một số thông tin về tỷ giá và lãi suất như sau :

USD/VND	16.020	16.030
USD	4,55%/năm	6,55%/năm
VND	0,75%/tháng	0,95%/tháng

Hãy sử dụng hợp đồng kỳ hạn để quản lý rủi ro tỷ giá khi bạn :

a. Làm việc cho nhà nhập khẩu Việt Nam có một hợp đồng nhập khẩu trị giá 950.000 USD ba tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

b. Làm việc cho nhà xuất khẩu Việt Nam có một hợp đồng xuất khẩu trị giá 820.000 USD sáu tháng nữa sẽ đến hạn thanh toán.

Bài 2 :

Giả sử, hai doanh nghiệp như đề cập trong bài 1 vì lý do gì đó không thương lượng được giao dịch kỳ hạn với ngân hàng. Bạn hãy tư vấn cho doanh nghiệp cách thức sử dụng các giao dịch trên thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối để doanh nghiệp có thể tự bảo hiểm rủi ro mà không cần sử dụng các giao dịch phái sinh của ngân hàng.

Bài 3 :

Giả sử, các hợp đồng quyền chọn mua và quyền chọn bán do ngân hàng Á Châu cung cấp theo nội dung như sau :

	Quyền chọn mua	**Quyền chọn bán**
Trị giá	Thương lượng	Thương lượng
Tỷ giá thực hiện (USD/VND)	16.012	16.012
Phí mua quyền	25 đồng cho mỗi USD	25 đồng cho mỗi USD
Kiểu quyền	Mỹ	Mỹ
Thời hạn	3 tháng	3 tháng

Hãy trình bày cách thức sử dụng các hợp đồng quyền chọn này để phòng ngừa rủi ro tỷ giá trong hai trường hợp :

a. Bạn làm việc cho công ty Petrolimex đang xem xét ký kết một hợp đồng nhập khẩu trị giá 930.000 USD trả chậm trong thời hạn 3 tháng.

b. Bạn làm việc cho công ty Savimex đang xem xét ký kết một hợp đồng xuất khẩu trị giá 450.000 USD trả chậm trong thời hạn 3 tháng.

Bài 4 :

Ngày 26/12, Ngân hàng CMB có nhận gửi của công ty A khoản tiền 600.000 USD kỳ hạn 3 tháng đồng thời cho công ty B vay 800.000

USD cùng kỳ hạn. Tình hình thị trường tiền tệ vào thời điểm này có một số thông tin như sau :

Tỷ giá	Mua	Bán	Lãi suất (Kỳ hạn 3 tháng)	Gửi	Vay
USD/VND	16.010	16.018	VND	0,65	0,95
EUR/USD	1,2125	1,2185	EUR	3,86	4,80
GPB/USD	1,4318	1,4338	USD	3,82	4,68
USD/SGD	1,3422	1,3462	SGD	4,24	5,28

Phân tích xem rủi ro tỷ giá ảnh hưởng thế nào đối với công ty A, công ty B và CMB trong quan hệ tín dụng trên và làm thế nào để các bên có liên quan đối phó với rủi ro tín dụng ? Giả sử rằng, CMB chỉ có thực hiện các giao dịch tín dụng trên, ngoài ra không có giao dịch khác.

NGHIÊN CỨU TÌNH HUỐNG LUFTHANSA

Ngày 14 tháng 12 năm 1986, Hội đồng quản trị công ty hàng không Lufthansa triệu tập Herr Heinz Ruhnau – Tổng giám đốc – **lên chất vấn và xem xét liệu có nên giữ anh ta ở vị trí này hay không**. Trước đó, Bộ trưởng Bộ Giao thông vận tải cũng đã yêu cầu Herr Ruhnau giải thích về quyết định quản lý mang tính chất đầu cơ trong vụ mua máy bay Boeing.

Tháng 1 năm 1985, Lufthansa dưới sự điều hành của Herr Ruhnau, đã mua 20 máy bay 737 từ hãng Boeing của Mỹ. Giá thỏa thuận khi ký hợp đồng là 500 triệu USD thanh toán bằng USD ngay khi giao hàng, vào tháng 1 năm 1986. Đồng dollar đã tăng giá nhanh và liên tục từ năm 1980 và đang ở mức 3,2 DEM/USD vào tháng 1 năm 1985. Nếu dollar tiếp tục tăng giá thì khoản phải trả của Lufthansa sẽ tăng đáng kể vào thời điểm thanh toán. Tuy nhiên, Herr Ruhnau có suy nghĩ và dự đoán riêng về khuynh hướng biến động của tỷ giá. Cũng như nhiều người khác, anh ta nghĩ rằng dollar đã tăng giá quá nhiều rồi và có lẽ đến tháng 1 năm 1986 nó sẽ giảm giá. Dẫu vậy, anh ta cũng không muốn đánh bạc với đồng tiền của công ty, vì thế anh ta phòng chống rủi ro cho một nửa giá trị hợp đồng (250 triệu USD) và thả lỏng nửa còn lại.

1. Đánh giá các phương án phòng chống rủi ro :

Về cơ bản, Lufthansa và Herr Ruhnau có 5 phương án phòng chống rủi ro giống nhau :

1. Thả lỏng tất cả, tức là không phòng chống rủi ro gì hết.
2. Phòng chống rủi ro toàn bộ trị giá hợp đồng bằng hợp đồng forward.
3. Phòng chống rủi ro một phần, thả lỏng một phần.
4. Phòng chống rủi ro bằng hợp đồng options.
5. Mua USD ngay bây giờ và giữ đến ngày thanh toán.

Mặc dù khoản phải trả cuối cùng của mỗi phương án chưa biết trước nhưng kết quả của mỗi phương án có thể hình dung và biểu diễn được trên hình vẽ (xem trang cuối) theo sự biến động của tỷ giá.

a. Phương án không phòng chống rủi ro :

Phương án này có thể đem lại lợi ích lớn nhất nếu USD tiếp tục lên giá so với DEM. Nếu tỷ giá giảm còn 2,2 DEM/USD vào tháng 1 năm 1986 thì trị giá của 20 chiếc Boeing 737 chỉ tốn 1,1 tỷ DEM. Dĩ nhiên, nếu USD tiếp tục tăng giá, chẳng hạn đến 4 DEM/USD thì trị giá mua sẽ lên đến 2 tỷ DEM. Do đó phương án này chứa đựng rủi ro rất cao với mục đích đầu cơ tiền tệ. Trên hình vẽ, phương án này được thể hiện thành đường thẳng có độ dốc lớn nhất.

b. Phương án phòng chống rủi ro hoàn toàn bằng hợp đồng forward :

Nếu Lufthansa ngại rủi ro và muốn tách hoàn toàn ra khỏi rủi ro hối đoái, nó có thể mua theo hợp đồng forward toàn bộ số tiền sẽ trả. Hợp đồng này giúp cố định tỷ giá ở mức 3,2 DEM/USD và chi phí mua máy bay cuối cùng sẽ là 1,6 tỷ DEM. Trên hình vẽ phương án này được thể hiện bằng đường thẳng nằm ngang.

c. Phương án phòng chống một phần bằng hợp đồng forward :

Theo phương án này, Lufthansa chỉ phòng chống rủi ro một phần giá trị hợp đồng, phần còn lại thả lỏng nhằm mục đích đầu cơ. Herr Ruhnau dự đoán rằng USD sẽ giảm giá, vì thế anh ta nghĩ Lufthansa sẽ càng có lợi nếu để phần không phòng chống rủi ro càng nhiều. Tuy nhiên chiến lược này cũng hơi khó quyết định ở chỗ lựa chọn tỷ lệ

thích hợp giữa phần phòng chống rủi ro và phần thả lỏng. Tỷ lệ này nên là 20/80, 40/60 hay la 50/50. Hình vẽ trình bày trường hợp áp dụng tỷ lệ 50/50 nghĩa là mua 250 triệu USD theo hợp đồng forward với tỷ giá 3,2 DEM/USD và 250 triệu USD còn lại sẽ mua trên thị trường giao ngay tại địa điểm thanh toán.

Có hai điểm đáng lưu ý trong phương án này. Thứ nhất là mặc dù có phòng chống nhưng rủi ro tiềm tàng trong phương án này vẫn không có giới hạn bởi vì nếu USD tăng giá thì 250 triệu USD không phòng chống rủi ro vẫn có thể trở thành một khoản chi DEM không xác định. Thứ hai là khả năng USD tăng giá rất khó xảy ra, do đó Herr Ruhnau đã giới hạn chi trả trong khoản từ 1,1 đến 1,6 tỷ DEM.

d. Phương án phòng chống rủi ro bằng options tiền tệ :

Nếu Herr Ruhnau mua một hợp đồng quyền chọn bán (put option) DEM ở tỷ giá 3,2 DEM/USD thì anh ta sẽ nhận được cái mà nhiều người cho rằng tốt nhất cho cả đôi đàng. Nếu USD tiếp tục tăng giá thì tổng chi phí để có 500 triệu USD có thể "khóa chặt" ở mức 1,6 tỷ DEM cộng thêm chi phí mua option. Nếu USD giảm giá như dự đoán của Ruhnau thì Lufthansa có quyền tự do để cho option hết hạn và mua USD trên thị trường giao ngay ở tỷ giá thấp hơn.

Theo phương án này Herr Ruhnau phải mua hợp đồng option với tỷ giá thực hiện (exercise rate) là 3,2 DEM/USD và tốn chi phí 6% tức là 96 triệu DEM hay 30 triệu USD. Như vậy tổng chi phí để mua 20 máy bay sẽ là 1.696.000.000 DEM. Tuy nhiên, điều quan trọng là Herr Ruhnau nghĩ rằng dollar sẽ yếu đi và, do đó, options sẽ không có giá trị trong khi thủ quỹ phải chi 96 triệu DEM để mua một "công cụ" mà anh ta nghĩ là sẽ không bao giờ dùng đến.

e. Mua dollar ngay khi ký hợp đồng :

Phương án thứ năm là sử dụng thị trường tiền tệ để phòng chống rủi ro bằng cách mua ngay khi ký hợp đồng 500 triệu USD và đầu tư vào một tài sản sinh lợi nào đó cho đến ngày thanh toán. Mặc dù phương án này phòng chống được rủi ro nhưng nó đòi hỏi phải có vốn ngay bây giờ trong khi Lufthansa chưa thể kêu gọi tăng vốn trước tháng 1 năm 1986. Mặt khác, Lufthansa có những quy định rất nghiêm ngặt nhằm hạn chế các khoản nợ về số lượng và loại ngoại tệ để giữ lành mạnh bảng tổng kết tài sản.

2. Quyết định của Herr Ruhnau :

Mặc dù dollar chắc rằng sẽ yếu đi trong năm tới nhưng Ruhnau thấy rằng quá mạo hiểm nếu thả lỏng tất cả trị giá hợp đồng bởi vì nhiều người dựa vào khuynh hướng biến động tỷ giá khuyến cáo rằng dollar lên giá mạnh so với mark Đức trong những năm gần đây. Nhưng bởi vì cá nhân Herr Ruhnau quá tin rằng dollar sẽ yếu đi nên cuối cùng anh ta quyết định chọn phương án phòng chống một phần, nghĩa là phòng chống 50% trị giá hợp đồng bằng forward và thả lỏng 50% còn lại không phòng chống.

3. Kết quả thế nào ?

Kết quả cho thấy Herr Ruhnau vừa đúng vừa sai. Anh ta hoàn toàn đúng khi dự đoán về tỷ giá, dollar tăng giá tiếp một tháng nữa, sau đó giảm giá. Thật ra nó không chỉ giảm giá mà còn tụt giá mạnh. Vào thời điểm thanh toán, tháng 1 năm 1986, tỷ giá giao ngay chỉ còn 2,3 DEM/USD so với một năm trước đó là 3,2 DEM/USD. Điều đáng buồn là chi phí theo phương án phòng chống rủi ro một phần bằng hợp đồng forward là 1,375 tỷ DEM, cao hơn 225 triệu DEM so với phương án không phòng chống rủi ro gì cả, và cao hơn 129 triệu DEM so với phương án phòng chống rủi ro bằng options. Tổng chi phí DEM để có được 50 triệu USD theo các phương án với tỷ giá thực 2,3 DEM/USD tại thời điểm thanh toán như sau :

Phương án	Tỷ giá	Tổng chi phí (DEM)
Không phòng chống	2,3 DEM/USD	1.150.000.000
Phòng chống 100% bằng forward	3,2 DEM/USD	1.600.000.000
Phòng chống một phần	1/2 (2,3 DEM/USD) + 1/2 (3,2 DEM/USD)	1.375.000.000
Phòng chống bằng option	3,2 DEM/USD (tỷ giá thực hiện)	1.246.000.000(*)

(*) Do DEM lên giá so với USD nên quyền chọn bán DEM không được thực hiện. Lufthansa bán DEM theo ty giá giao ngay là 2,3 DEM cho một USD và mất đi 96 triệu DEM do mua options.

Kết quả trên đây khiến cho địa vị của Her Ruhnau cả ở Lufthansa lẫn bên ngoài bị lung lay. Ruhnau đã liều lĩnh đánh bạc với đồng tiền của Lufthansa nhưng chỉ bằng phương án thả lỏng một phần chứ không thả lỏng tất cả !

Câu hỏi thảo luận :

1. Nếu ở vào địa vị của Herr Ruhnau anh (chị) sẽ lựa chọn phương án phòng ngừa rủi ro nào ? Giải thích rõ vì sao lựa chọn phương án đó ?
2. Phân tích điểm đúng, điểm sai trong quyết định của Herr Ruhnau ? Từ đó xem xét có nên giữ anh ta ở vị trí cũ không ? Nên đối xử với anh ta như thế nào ?

TIỂU TÌNH HUỐNG 1 :

RỦI RO TỶ GIÁ KHÔNG CÒN LÀ CHUYỆN LÝ THUYẾT

Hiệp hội Chế biến và xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP) vừa báo cáo khẩn cấp Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (NN-PTNT) CAO ĐỨC PHÁT về khó khăn mà doanh nghiệp, nông dân, ngư dân đang phải đối mặt khi USD mất giá.

Theo phân tích của VASEP, việc thanh toán các lô hàng xuất khẩu của doanh nghiệp ngành thủy sản, phần lớn dựa trên đồng USD, trong khi nguyên liệu, vật tư chủ yếu cho sản xuất đa phần lại dựa vào các nguồn trong nước và thanh toán bằng tiền đồng. Hiện nay, USD bị mất giá trên thị trường, tiền đồng bị thiếu hụt trong lưu thông khiến các doanh nghiệp rất khó bán ngoại tệ thu về sau xuất khẩu để thu hồi vốn, trang trải chi phí sản xuất. Các ngân hàng hiện nay chủ trương hạn chế mua USD và mua với tỷ giá thấp đã tác động đến dòng vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Tỷ giá từ trên 16.000 đồng/USD trước đây nay chỉ còn 15.700 đồng/USD và dự kiến còn thấp hơn, chưa kể nhiều ngân hàng còn thu thêm phí (2%) khi mua USD khiến các doanh nghiệp bị thiệt đơn thiệt kép.

Thực tế trên đang đẩy nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng có dư ngoại tệ nhưng không bán được cho ngân hàng trong khi vẫn phải vay vốn tiền đồng với lãi suất cao hơn trước đây (do các ngân hàng đồng loạt tăng lãi suất cho vay lên 1,1 - 1,4%/tháng). Các doanh nghiệp đang phải chịu lỗ để duy trì sản xuất và thực hiện các đơn hàng đã ký với khách hàng trước đây.

Cũng theo VASEP, do thiếu vốn tiền đồng và chịu lỗ về tỷ giá khi thu hồi tiền bán hàng, chi phí tăng cao do vật tư tăng giá, doanh nghiệp buộc phải giảm mua nguyên liệu hoặc mua với giá thấp hơn, ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập của người nuôi trồng và đánh bắt hải sản. Khi vào chính vụ thu hoạch, do quan hệ cung - cầu trên thị trường, doanh nghiệp không thể kéo giá xuất khẩu lên nên không thể mua nguyên liệu với giá cao, trong khi người nuôi phải thu hoạch gấp khiến tiêu thụ nguyên liệu khó khăn và phức tạp. Các chi phí đầu vào ở khâu nuôi và đánh bắt thủy sản như giống, thức ăn, nhiên liệu, chi phí vận chuyển đều tăng khoảng 20%, khiến người nuôi và ngư dân bị

lỗ, khó đầu tư vào vụ tiếp theo. Điều này sẽ gây thiếu hụt nguyên liệu cho xuất khẩu trong năm nay, ảnh hưởng đến kim ngạch xuất khẩu thủy sản của cả nước.

Trước thực trạng trên, VASEP đang tìm kiếm các giải pháp như đa dạng hóa các loại ngoại tệ thanh toán, tiếp tục mở rộng thị trường, giảm chi phí sản xuất... để vượt qua khó khăn hiện nay. VASEP đề nghị Bộ trưởng Bộ NN-PTNT kiến nghị với Chính phủ xem xét cho áp dụng một loạt các biện pháp để ổn định hoạt động nuôi trồng, đánh bắt, sản xuất và xuất khẩu thủy sản trong nước. Theo đó, Nhà nước khẩn trương điều chỉnh các giải pháp kinh tế vĩ mô theo hướng không gây khó khăn cho sản xuất các sản phẩm xuất khẩu chủ lực, giảm bớt thiệt hại cho nông dân, ngư dân và doanh nghiệp, không đẩy doanh nghiệp và nông dân, ngư dân đến chỗ phá sản. Đề nghị Ngân hàng Nhà nước yêu cầu và có biện pháp hỗ trợ các ngân hàng thương mại mua toàn bộ số ngoại tệ mà các doanh nghiệp đã thu được từ xuất khẩu bằng đúng tỷ giá do Nhà nước công bố, không thu thêm phí. VASEP cũng đề nghị Bộ trưởng Bộ NN-PTNT kiến nghị với Chính phủ tạo điều kiện để các ngân hàng thương mại giảm lãi suất cho vay và cho doanh nghiệp chế biến thủy sản xuất khẩu vay đủ tiền mặt để có thể mua hết sản lượng nuôi trồng và khai thác của ngư dân; xem xét các biện pháp bù lỗ giá dầu cho nông, ngư dân để họ có thể duy trì sản xuất.

QUANG DŨNG

TIỂU TÌNH HUỐNG 2 :

DOANH NGHIỆP KHÓC VÌ Ứ ĐỌNG USD !

Trong thời gian gần đây, cung ngoại tệ tăng mạnh so với cầu. Hàng loạt doanh nghiệp có các nguồn thu ngoại tệ lớn cần bán nhưng không có ngân hàng thương mại nào mua. Tỷ giá ngoại tệ trên cả ba thị trường xuống quá thấp. Tình hình này sẽ có những tác động như thế nào đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và của nền kinh tế nói chung ?

USD xuống mức thấp nhất kể từ 2003

Chiều ngày 10/3/2008, giá mua vào đô la Mỹ (USD) của các cửa hàng kinh doanh vàng bạc trên phố Hà Trung – Hà Nội giảm xuống còn 15.500 đồng/USD, giá bán ra cũng chỉ còn 15.560 đồng/USD. Đây là mức tỷ giá thấp nhất kể từ giữa năm 2003 đến nay và giảm tới 500 đồng/USD trong hơn 3 năm qua.

Cũng trong mấy ngày gần đây, tình trạng người dân kéo đến các NHTM rút tiền gửi USD đến hạn của mình mang đến bán cho các cửa hàng vàng bạc tư nhân ngày càng đông. Trong khi lãi suất tiền gửi đồng Việt Nam tăng mạnh, cao nhất lên tới 12%/năm, thì lãi suất tiền gửi USD cùng kỳ hạn lại chỉ có 4,0%/năm, nên càng thúc đẩy người dân chuyển đổi USD sang đồng Việt Nam để gửi ngân hàng. Do đó giá mua bán USD trên thị trường tự do càng có xu hướng giảm mạnh trong thời gian tới.

Trên thị trường mua bán ngoại tệ của các NHTM đối với doanh nghiệp và khách hàng, tỷ giá cung giảm mạnh. Đến ngày 10/3/2008, tỷ giá mua vào USD của các NHTM thông qua thỏa thuận ở mức khoảng 15.910 đồng/USD và bán ra cũng ở mức 15.910 đồng/USD. Nếu không có khống chế biên độ mua bán ±0,75% theo quy định của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thì mức tỷ giá nói trên còn xuống thấp hơn.

Tuy nhiên, với mức tỷ giá đó nhưng các doanh nghiệp hầu như không bán được cho NHTM, bởi vì NHNN hạn chế mua vào. Trong bối cảnh tỷ giá USD/VND liên tục xuống thấp, NHTM có thể bị lỗ nếu mua USD vào mà không ngay lập tức bán cho NHNN được. Việc họ hạn chế mua ngoại tệ của khách hàng cũng là điều dễ hiểu.

Một số NHTM có các quầy thu đổi ngoại tệ ở các sân bay quốc tế thì đổi hạn chế cho du khách nước ngoài. Hoặc là khi có doanh

nghiệp nhập khẩu nào cần mua USD để thanh toán thì NHTM mới mua USD vào rồi bán ngay, nhưng đó phải là khách hàng truyền thống, thường xuyên có bộ chứng từ chiết khấu và thanh toán quốc tế qua NHTM đó thì mới được mua.

Bởi vậy, không ít doanh nghiệp xuất khẩu có nguồn thu USD đang "khóc dở, mếu dở" vì không có nguồn tiền đồng Việt Nam để chi trả lương cho công nhân, thanh toán cho đối tác. Đối với các quỹ đầu tư nước ngoài, các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam hay mua cổ phần của các doanh nghiệp Việt Nam cũng gặp phải tình trạng tương tự, vốn USD chuyển vào nhưng không chuyển đổi được sang đồng Việt Nam cho nhu cầu đầu tư.

Tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng do NHNN công bố ngày 10/3/2008 cũng chỉ còn 16.025 đồng/USD, giảm 5 đồng so với cuối tuần trước đó và giảm tới 83 đồng so với phiên giao dịch đầu năm 2008, cụ thể là ngày 4/1/2008 khi tỷ giá còn ở mức 16.108 VND/USD. Song đó là tỷ giá do NHNN công bố, còn hầu như NHNN không mua vào vì thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát, hạn chế cung ứng tiền ra lưu thông qua kênh mua bán ngoại tệ. Nguyên nhân là theo kế hoạch, năm 2008 tổng phương tiện thanh toán được Chính phủ phê duyệt chỉ tăng có 30%, thấp hơn mức 36,9% đã thực hiện trong năm 2007.

Trong khi đó mức tăng cung ứng tiền trên cơ sở mức tăng tổng phương tiện thanh toán thực hiện qua nhiều kênh, mà kênh mua ngoại tệ là quan trọng. Việc mua ngoại tệ của NHNN còn tùy thuộc vào quy mô quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia và còn phải được phân bổ đều cho các khoảng thời gian trong năm. Một nguyên nhân quan trọng khác là để kiềm chế lạm phát, thì nhiều khuyến nghị đã được đưa ra là NHNN không nên neo giữ tỷ giá quá lâu.

Dự báo : Còn giảm mạnh hơn nữa

Chính phủ (trong 19 nhóm giải pháp kiềm chế lạm phát) cũng chỉ đạo NHNN phải thực hiện cơ chế tỷ giá theo nguyên tắc thị trường. Tức là tỷ giá phải phản ánh sát cung cầu ngoại tệ trong nền kinh tế. Theo hướng đó tỷ giá USD/VND giảm, sẽ làm giảm chi phí hàng hóa, nguyên nhiên vật liệu nhập khẩu khi tính ra đồng Việt Nam. Đây là xu hướng chung trên thế giới khi mà USD đang suy yếu, mất giá mạnh với hầu hết các loại ngoại tệ chủ đạo.

Cũng theo hướng nói trên, kể từ ngày 10/3/2008, theo quy định của NHNN biên độ mua bán ngoại tệ của NHTM đối với khách hàng được nới rộng từ mức ±0,75%, tăng lên ±1,0%. Như vậy từ sau ngày 10/3/2008, tỷ giá mua bán ngoại tệ của NHTM còn giảm mạnh hơn nữa, dự báo sẽ chỉ còn khoảng 15.870 đồng/USD sau vài ngày áp dụng biên độ mới, giảm 40 đồng/USD so với ngày 7/3/2008, thậm chí còn giảm thấp hơn.

Trên thị trường tự do, giá mua bán USD cũng sẽ tiếp tục giảm mạnh. Nhiều dự báo cho rằng tỷ giá sẽ xuống tới mức thấp hơn 15.500 đồng/USD trong những ngày tới.

Doanh nghiệp xuất khẩu gặp khó

Tỷ giá VND/USD giảm mạnh, nhưng tỷ giá giữa đồng Việt Nam so với các loại ngoại tệ khác thì lại tăng cao. Các doanh nghiệp có nguồn thu xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ bằng USD thì bị thiệt lớn. Song các doanh nghiệp có nguồn thu bằng Euro, Bảng Anh, Yên Nhật, đô la Úc... thì được lợi. Ngược lại các doanh nghiệp nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ thanh toán bằng USD được lợi, còn thanh toán bằng các loại ngoại tệ khác thì bị ảnh hưởng.

Tuy vậy hiện nay kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ của các doanh nghiệp Việt Nam gần 90% thanh toán bằng USD, nhập siêu nền kinh tế lớn, vay nợ nước ngoài bằng USD cũng cao, nên lợi nhiều hơn. Đồng thời tác động của việc giảm tỷ giá VND/USD tới kiềm chế lạm phát là đang diễn biến tích cực.

Do đó hiện nay các doanh nghiệp xuất nhập khẩu sang thị trường Nhật Bản, châu Âu, Australia,... cố gắng đàm phán thanh toán không phải là USD, ngược lại các doanh nghiệp nhập khẩu thì lựa chọn USD.

Mặc dù vậy nhìn chung các doanh nghiệp có nguồn thu bằng ngoại tệ đều gặp khó khăn trong tình hình hiện nay khi mà rất khó khăn trong việc bán ngoại tệ. Tình hình này kéo dài, tỷ giá tiếp tục giảm thấp,... thì sẽ ảnh hưởng lớn đến hoạt động xuất khẩu, đến đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp của nước ngoài vào Việt Nam, đặc biệt là đối với sự phục hồi của thị trường chứng khoán.

Tăng trưởng của nền kinh tế nước ta phụ thuộc rất lớn vào xuất khẩu và đầu tư trực tiếp của nước ngoài, nên rõ ràng diễn biến tỷ giá nói trên sẽ tác động kiềm chế lạm phát nhưng sẽ ảnh hưởng lớn đến

tăng trưởng. Như vậy một lần nữa tăng trưởng kinh tế không được ưu tiên mà nhường vị trí cho kiềm chế lạm phát từ chính sách tỷ giá trong điều hành chính sách tiền tệ.

Một lo ngại khác đó là, mục tiêu trên đất nước Việt Nam chỉ sử dụng đồng tiền Việt Nam không biết bao giờ mới thực hiện được. Tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế sẽ bị kéo dài.

Giải pháp cho tình trạng nói trên là cần tham khảo tích cực kinh nghiệm các nước trong khu vực, cần linh hoạt trong điều hành chính sách tiền tệ kiên trì theo hướng ưu tiên cho tăng trưởng và kiềm chế lạm phát phải được kết hợp đồng thời với chính sách tài khóa, quản lý đầu tư, thúc đẩy sản xuất phát triển,... Ngoại tệ mua được cần sử dụng có hiệu quả cho các nhu cầu đầu tư, trả nợ của Chính phủ.

NGUYỄN HÀ

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tham khảo nước ngoài :

- **Allayannis, G., Ihrig, J., and Weston, J. P.,** (2001), Exchange–Rate Hedging : Financial versus Operational Strategies, *The American Economic Review*, 91, 2, pg.391.
- **Arnold, M. and Godfrey, S.,** (1993), Foreign currency forward, *Corporate Finance*, pg.12.
- **Asiamoney**, (1994), Suffering from exposure, 5, 9, pg.57.
- **Asiamoney**, (1994), Currency Options, May, pg.14.
- **Batten, J., Mellor, R. and Wan, V.,** (1993), Foreign Exchange Risk Management Practices and Products Used by Australian Firms, *Journal of International Business Studies*, Third Quarter, 24, 3, pg.557.
- **Bhattacharya, H.,** (1997), Banking Strategy, Credit Appraisal and Lending Decisions, Oxford University Press.
- **Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R. C.,** (1996), 1995 Wharton Survey of Derivatives Usage by US Non–Financial Firms, *Financial Management*, Winter 1996; 25; 4, p. 113.
- **Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R. C.,** (1998), 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non–Financial Firms, *Financial Management*, Winter 1998, 27, 4, p. 70.

Brealey, R.A., and Myers, S.C., (1996), **Principles of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw–Hill.

Brigham, E., F, (2002), Financial Management, 10th Edition, South– Western.

- **Brookes, A., Hargreaves, D., Lucas C., and White B.,** (------), Can hedging insulate firms from exchange rate risk ?, Reserve Bank of New Zealand : Bulletin Vol. 63, No.1.
- **Capstaff, J. and Marshall A.,** (2005), International Cash Management and Hedging : A Comparison of UK and French Companies, *Managerial Finance*, Vol. 31, No. 10, pp.18–34.
- **Chan, K. F., Gan, C., McGraw, P. A.,** (2003), A Hedging Strategy for New Zealand's Exporters in Transaction Exposure to Currency Risk, *Multinational Finance Journal*, Mar–Jun 2003; 7, 1/2 p. 25.

- **Collier, P.A., Davis, E.W., Coates, J.B. and Longden, S.G.**, (1992), Policies Employed in the Management of Currency Risk : A Case Stduy Analysis of US and UK, *Managerial Finance*, 1992, 18, 3,4; p.41.
- **Copeland, L. S.**, (1994), Exchange Rates and International Finance, 2nd edition, Addison–Wesley.
- **Daniel, S.**, (1993), Currency options, *Corporate Finance*, pg.17.
- **Dawson, A.J.D., and Rodney, W.H.**, (1994), The Use of Exchange–Rate Hedging Techniques by UK Property Companies, *Journal of Property Finance*, Vol.5, No.4, pp.56–67.
- **El–Masry, A.A.**, (2006), Derivatives use and risk management practices by UK nonfinancial companies, *Managerial Finance*, Vol.32, No.2, pp.137–159.
- **Evan, J. S.**, (1992), International Finance, Dryden.
- **Eun and Resnick**, (2004), International Financial Management, Third Edition, Irwin–McGraw–Hill.
- **Glaun, M.** (1999), Foreign Exchange Risk Management in German Non–Financial Corporations : An Empirical Analysis.
- **Grant and Marshall**, (1997), Large companies and derivatives, *European Financial Management*, Vol 3, No.2, p.191 – 208.
- **Gup, Avram, Beal, Lambert, and Kolari**, (2007), Commercial Banking, Willey.
- **Hagelin, N.**, (2003), Why firms hedge with derivatives : an examination of transaction and translation exposure, *Applied Financial Economics*, 13, 55 – 69.
- **Hagelin, N., Alkeback, P., and Pramborg, B.**, (2006), Derivative usage by non–financial firms in Sweden 1996 and 2003 : what has changed ?, *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 2, 2006, p. 101 – 114.
- **Hakkaranien, A., Joseph, N., Kasanen, E., Puttonen, V.**, (1998), The Foreign Exchange Exposure Management Practices of Finish Industrial Firms, *Journal of Internatonal Financial Management and Accounting*, 9; 1, p. 34.
- **Hogan, W., Avram,. K., Brown, C., Ralston, D., Skully, W., Hempel, G., Howton, S.D. and Perfect, S.B.**, (1998), Currency and Interest–rate Derivatives Use in US Firms, *Financial Management*, 27, 4, pg.111.

  Hughes, J. E., and MacDonald S., B., (2002), International Banking, Addison–Wesley.
- **Kawaller, I.**, (1998), Hedging the Currency Exposure of a Non–Dollar Portfolio, *Derivatives Quartely*.

Keown, A.J, Martin. J.D, Petty. J.W, and Scott. D.F., (2006), Foundations of Finance, Pearson–Prentice Hall.

Madura J., (2003), International Financial Management, 7th edition, South–Western.

Meera, A.K., (----), Hedging Foreign Exchange Risk with Forwards, Futures, Options, and Gold Dinar : A Comparison Note, *Department of Business Administration*, International Islamic University Malaysia.

Modigliani, F. and Fabozzi, F. J., (1996), Capital Markets, 2nd edition, Prentice–Hall.

Moosa, A. I., (1998), International Finance, McGraw–Hill.

Moosa, A. I., (2004), International Finance, 2nd Edition, McGraw–Hill.

Morris, M., (1993), Managing currency risk, Chief Executive, 83, pg.58.

Norges Bank, (2005), Currency hedging in Norwegian non–financial firms, *Economic Bulletin*, 76, 3, p.133.

Pringle, J. and Connolly, R.A., (1993), The Nature and Causes of Foreign Currency Exposure, *Journal of Applied Corporate Finance*.

Pritamani, M., Shome D., and Singal V., (2005), Exchange Rate Exposure of Exporting and Importing Firms, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3.

Rambo, R. G., (2005), Foreign Currency Forward Contract Hedges of Exposure Assets/Liabilities, *The CPA Journal*, 75, 4, pg.30.

Rose, P. S., (1989), Money and Capital Markets, 3rd edition, Irwin.

Ross, Westerfield and Jordan, (2005) : **Fundamentals of Corporate Finance**, Seventh edition, McGraw–Hill Irwin.

Ross, **S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F.**, (2002), Corporate Finance, 6th Edition, McGraw–Hill and Irwin.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., (2005), Corporate Finance, 7th Edition, McGraw-Hill and Irwin.

Shapiro, A., and Rutenberg, D.P., (1986), Managing exchange risks in a floating world, *Financial Management*, 5, 2, pg. 48.

Shapiro, A., (1977), Defining Exchange Risk, *The Journal of Business*, Vol.50, No.1, pg. 37 – 39.

Shapiro, A., (1999), Multinational Financial Management, Prentice–Hall.

Sheedy, E., (2006), Corporate risk management in Hongkong and Singapore, *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 2, p. 89 – 100.

- **Simonson, D.**, (1999), Management of Financial Institutions, John Wiley and Sons Australia Ltd.
- **Van Horne, J.C., and Wachowicz, J.M.**, (2001), Fundamentals of Financial Management, 11th Edition, Prentice–Hall.
- **Wang, S.Q., Tiong, R.L., Ting, S.K., and Ashley, D.**, (2000), Evaluation and management of foreign exchange and revenue risks in China's BOT projects, *Construction Management and Economics*, 18; 197 – 207.
- **Wilson, D.**, (1998), Hedging exotic currency risk, *TMA Journal*, 18, 2, pg.13.
- **Ziobrowski, B. and Ziobrowski, A.**, (1995), Using forward contracts to hedge foreign investment in US real estate, *Journal of Property & Investment*, Vol. 13, No. 1, pp. 22–43.

❒ Tài liệu tham khảo trong nước :

- **Nguyễn Minh Kiều**, (2003), *Phân tích tài chính*, www.fetp.edu.vn.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2004), *Phân tích tài chính*, www.fetp.edu.vn.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2005), *Phân tích tài chính*, www.fetp.edu.vn.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2006), *Phân tích tài chính*, www.fetp.edu.vn.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2005), *Thanh toán quốc tế*, Nhà xuất bản Thống kê.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, NXB Thống kê.
- **Nguyễn Minh Kiều**, (2006), *Nghiệp vụ Ngân hàng*, NXB Thống kê.
- **Trần Hoàng Ngân, Nguyễn Minh Kiều**, (2007), *Thanh toán quốc tế*, Nhà xuất bản Thống kê.

❒ Websites tham khảo :

- www.vietlaw.com.vn
- www.sacombank.com.vn
- www.ocb.com.vn
- www.acb.com.vn
- www.vcb.com.vn
- www.sbv.gov.vn
- www.ac–markets.com
- www.westpac.com.au
- www.nationalbank.co.nz

MỤC LỤC

Trang

- Về Tác giả 5
- Lời nói đầu 7
- Cảm tạ 11
- Lời Nhà xuất bản 13
- Mục lục tóm tắt 15

Phần 3

QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Chương 10 : **ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG VÀ ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH** 19

1. Ý tưởng về đòn bẩy trong tài chính 19
2. Đòn bẩy hoạt động 19
   - 2.1. Phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động 19
   - 2.2. Phân tích hòa vốn 21
   - 2.3. Ý nghĩa của điểm hòa vốn 25
   - 2.4. Độ bẩy hoạt động (DOL) 25
   - 2.5. Quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và điểm hòa vốn 27
   - 2.6. Quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và rủi ro doanh nghiệp 28
   - 2.7. Ý nghĩa của độ bẩy hoạt động đối với quản trị tài chính 29
3. Đòn bẩy tài chính 29
   - 3.1. Phân tích quan hệ EBIT và EPS 30
   - 3.2. Độ bẩy tài chính 35
   - 3.3. Độ bẩy tài chính và rủi ro tài chính 37
4. Tổng hợp đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính 39

- Tóm tắt nội dung 40
- Câu hỏi ôn tập 41
- Bài tập thực hành 42
- Bài tập rèn luyện 49

Chương 11 : **QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN VÀ CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN** **53**

1. Quyết định nguồn vốn và vấn đề tạo giá trị cho công ty 53
   1.1. Phỉnh nhà đầu tư (Fool investors) 54
   1.2. Cắt giảm chi phí hay gia tăng hỗ trợ (Reduce costs or increse subsidies) 54
   1.3. Tạo ra chứng khoán mới (Create a new security) 54
2. Quyết định nguồn vốn ngắn hạn 55
   2.1. Nhu cầu tài trợ ngắn hạn của công ty 55
   2.2. Nguồn vốn tài trợ ngắn hạn 57
   2.3. Quyết định lựa chọn nguồn vốn ngắn hạn 58
3. Quyết định nguồn vốn dài hạn 61
   3.1. Nhu cầu tài trợ dài hạn 61
   3.2. Các nguồn vốn tài trợ dài hạn 61
   3.3. Quyết định lựa chọn nguồn vốn dài hạn 65
4. Xác định chi phí sử dụng vốn 67
   4.1. Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi 67
   4.2. Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường 68
   4.3. Chi phí sử dụng nợ 73

– Tóm tắt 74
– Câu hỏi ôn tập 74
– Bài tập thực hành 74
– Bài tập rèn luyện 83

Chương 12 : **QUYẾT ĐỊNH CƠ CẤU VỐN CỦA CÔNG TY** **87**

1. Đặt vấn đề vì sao cần nghiên cứu cơ cấu vốn công ty 87
2. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu 89
   2.1. Cơ cấu vốn tối ưu 91
   2.2. Những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn 92
3. Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (Noi approach) 92
4. Giới thiệu tổng quan lý thuyết M&M về cơ cấu vốn công ty 95
5. Bàn luận chi tiết hơn về lý thuyết M&M 98
   5.1. Các giả định và mệnh đề của lý thuyết M&M 98

5.2. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế 98
5.3. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế 107
5.4. Ảnh hưởng của thuế và chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn 114
– Tóm tắt nội dung 116
– Câu hỏi ôn tập 118
– Bài tập thực hành 118
– Bài tập rèn luyện 121

Chương 13 : **QUYẾT ĐỊNH CHÍNH SÁCH CỔ TỨC** **125**
1. Các hình thức trả cổ tức 125
2. Cách thức chi trả cổ tức 126
3. Chính sách cổ tức và giá trị công ty 127
3.1. Khía cạnh mang tính chiến lược 128
3.2. Khía cạnh mang tính pháp lý 129
3.3. Các lý thuyết về chính sách cổ tức 129
3.4. Những phản biện đối với lý thuyết về chính sách cổ tức 132
3.5. Những bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm về chính sách cổ tức 136
4. Lời khuyên về chính sách cổ tức 137
5. Thiết lập chính sách cổ tức 138
5.1. Chính sách trả cổ tức sau đầu tư 139
5.2. Chính sách trả cổ tức ổn định 140
5.3. Chính sách trả cổ tức thỏa hiệp 140
6. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu 141
6.1. Phân biệt trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phiếu 142
6.2. Lý do vì sao công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc chia tách cổ phiếu 143
7. Mua lại cổ phiếu 144
– Tóm tắt nội dung 146
– Câu hỏi ôn tập 146
– Bài tập thực hành 147
– Bài tập rèn luyện 148

Phần 4

NHỮNG QUYẾT ĐỊNH KHÁC CỦA TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chương 14 : **SÁP NHẬP VÀ THÂU TÓM CÔNG TY** 153

1. Những hình thức cơ bản về thâu tóm công ty 153
   1.1. Sáp nhập và hợp nhất công ty 154
   1.2. Thâu tóm cổ phiếu 155
   1.3. Thâu tóm tài sản 155
   1.4. Phân biệt thâu tóm công ty với giành quyền kiểm soát công ty 156
2. Xác định giá trị gia tăng khi thâu tóm công ty 157
   2.1. Doanh thu tăng thêm 159
   2.2. Cắt giảm chi phí hoạt động 159
   2.3. Lợi ích về thuế 161
3. Xác định giá trị công ty sau khi thâu tóm công ty khác 162
4. Xác định hiện giá ròng sáp nhập công ty 165
   4.1. Trường hợp thanh toán bằng tiền 165
   4.2. Trường hợp thanh toán bằng cổ phiếu 166
5. Những lý do sai lầm khi sáp nhập công ty 169
   5.1. Sáp nhập để tăng EPS 169
   5.2. Sáp nhập để đa dạng hóa hoạt động 171
6. Sách lược phòng thủ chống lại thâu tóm công ty 171

- Tóm tắt nội dung 172
- *Tiểu tình huống :* MICROSOFT NGẮM MỤC TIÊU YAHOO ! 173
- Câu hỏi ôn tập 174
- Bài tập thực hành 175
- Bài tập rèn luyện 177

Chương 15 : **NHẬN DẠNG VÀ ĐO LƯỜNG CÁC LOẠI RỦI RO TÀI CHÍNH** 179

1. Định nghĩa và đo lường rủi ro 179

2. Nhận dạng rủi ro tín dụng 180
3. Nhận dạng rủi ro lãi suất 181
4. Nhận dạng rủi ro tỷ giá 181
4.1. Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp 182
4.2. Tác động của rủi ro tỷ giá 187
4.3. Nhận dạng rủi ro tỷ giá đối với hoạt động ngân hàng 192
5. Phân tích thái độ đối với rủi ro tỷ giá 196
5.1. Xác định thái độ đối với rủi ro 196
5.2. Phân loại thái độ đối với rủi ro 197
5.3. Sự cần thiết phòng ngừa rủi ro tỷ giá 197
5.4. Các quyết định liên quan đến quản lý rủi ro tỷ giá 198
- Tóm tắt nội dung 200
- Câu hỏi ôn tập 201
- Bài tập thực hành 202
- Bài tập tự rèn luyện 209

Chương 16 : **QUẢN LÝ RỦI RO TÍN DỤNG VÀ RỦI RO LÃI SUẤT** **213**
1. Quản lý rủi ro tín dụng 213
1.1. Xây dựng chính sách bán chịu 213
1.2. Sử dụng các công cụ quản lý rủi ro tín dụng 215
2. Quản lý rủi ro lãi suất 229
2.1. Phân tích nguồn gốc phát sinh rủi ro lãi suất của doanh nghiệp 229
2.2. Giải pháp quản lý rủi ro lãi suất 231
2.3. Minh họa về cách sử dụng hoán đổi lãi suất 235
2.4. Thanh toán lãi ròng giao dịch hoán đổi lãi suất 240
- Tóm tắt nội dung 243
- Câu hỏi ôn tập 244
- Bài tập thực hành 244
- Bài tập rèn luyện 264

Chương 17 : **QUẢN LÝ RỦI RO TỶ GIÁ VÀ TỔN THẤT NGOẠI HỐI** **271**

1. Các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khoản phải thu ngoại tệ 271
   1.1. Mô tả tình huống cụ thể 272
   1.2. Phân tích rủi ro 273
   1.3. Hướng dẫn sử dụng các giải pháp phòng ngừa 273
2. Các giải pháp phòng ngừa tổn thất giao dịch khoản phải trả ngoại tệ 286
   2.1. Mô tả tình huống 286
   2.2. Phân tích rủi ro 286
   2.3. Hướng dẫn sử dụng các giải pháp phòng ngừa 287
3. Các giải pháp phòng ngừa tổn thất kinh tế khi tỷ giá biến động 299
   3.1. Đặc điểm của tổn thất kinh tế 300
   3.2. Hướng dẫn phòng ngừa tổn thất kinh tế nếu nội tệ xuống giá 300
   3.3. Hướng dẫn phòng ngừa tổn thất kinh tế nếu nội tệ lên giá 304

- Tóm tắt nội dung 309
- Câu hỏi ôn tập 310
- Bài tập thực hành 310
- Bài tập rèn luyện 318
- *Nghiên cứu tình huống :* LUFTHANSA 320
- *Tiểu tình huống 1* : RỦI RO TỶ GIÁ KHÔNG CÒN LÀ CHUYỆN LÝ THUYẾT 325
- *Tiểu tình huống 2* : DOANH NGHIỆP KHÓC VÌ Ứ ĐỌNG USD ! 327

- Tài liệu tham khảo 331
- Mục lục 335

TÌM ĐỌC TỦ SÁCH KẾ TOÁN CỦA CÙNG TÁC GIẢ
PHAN ĐỨC DŨNG

1. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI NGUYÊN LÝ KẾ TOÁN
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB LĐ-XH, 2010.
2. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN TÀI CHÍNH
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
3. NGUYÊN LÝ KẾ TOÁN *(Lý thuyết và bài tập)*,
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB LĐ-XH, 2010.
4. KẾ TOÁN THƯƠNG MẠI, DỊCH VỤ & KINH DOANH XNK
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
5. GIÁO TRÌNH KẾ TOÁN TÀI CHÍNH DÀNH CHO KHÔNG CHUYÊN NGÀNH
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
6. GIÁO TRÌNH KẾ TOÁN TÀI CHÍNH DÀNH CHO CHUYÊN NGÀNH
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
7. KẾ TOÁN CHI PHÍ GIÁ THÀNH
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
8. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN THƯƠNG MẠI, DỊCH VỤ & KINH DOANH XNK
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB LĐ-XH, 2010.
9. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN CHI PHÍ GIÁ THÀNH
   (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
10. KẾ TOÁN MỸ - ĐỐI CHIẾU KẾ TOÁN VIỆT NAM *(Lý thuyết, bài tập và bài giải)*,
    NXB Thống Kê, 2010.
11. THỰC HÀNH KẾ TOÁN MỸ, NXB Thống Kê, 2009.
12. HƯỚNG DẪN THỰC HÀNH KẾ TOÁN THUẾ VÀ BÁO CÁO THUẾ,
    NXB Thống Kê, 2009.
13. PHÂN TÍCH BÁO CÁO TÀI CHÍNH *(Lý thuyết, bài tập và bài giải)*
    (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
14. KẾ TOÁN CÔNG TY CỔ PHẦN & CÔNG TY CHỨNG KHOÁN, NXB Thống Kê,
    2009.
15. GIÁO TRÌNH KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 1) - KẾ TOÁN DN SẢN XUẤT
    (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
16. GIÁO TRÌNH KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 2) - KẾ TOÁN TM & DỊCH VỤ
    (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
17. GIÁO TRÌNH KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 3) - KẾ TOÁN ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH
    (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.

18. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH *(Lý thuyết, bài tập và bài giải)*, Phan Đức Dũng & Nguyễn Thị My, NXB Thống Kê, 2010.
19. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 1) – KẾ TOÁN DN SẢN XUẤT (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
20. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 2) – KẾ TOÁN TM & DỊCH VỤ (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB LĐ-XH, 2010.
21. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN TÀI CHÍNH (Phần 3) – KẾ TOÁN ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB LĐ-XH, 2010.
22. NGÂN HÀNG ĐỀ THI, CÂU HỎI TRẮC NGHIỆM, BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI NGUYÊN LÝ KẾ TOÁN, (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
23. NGÂN HÀNG ĐỀ THI, CÂU HỎI TRẮC NGHIỆM, BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN TÀI CHÍNH, (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
24. KẾ TOÁN NGOẠI THƯƠNG *(Lý thuyết, bài tập và bài giải)* (Theo TT 224/TT-BTC có hiệu lực kể từ 15/02/2010), NXB Thống Kê, 2010.
25. KẾ TOÁN QUẢN TRỊ *(Lý thuyết, bài tập và bài giải)*, NXB Thống Kê, 2010.
26. BÀI TẬP VÀ BÀI GIẢI KẾ TOÁN QUẢN TRỊ , NXB Thống Kê, 2010.

NHÀ SÁCH KINH TẾ TUẤN MINH
(NHÀ SÁCH 15 ĐÀO DUY TỪ cũ)
***Địa chỉ mới :* 23 ĐÀO DUY TỪ**
P.5 - Q.10 - TP. HỒ CHÍ MINH
ĐIỆN THOẠI : 08.38531424
MOBILE : 0918976920
E-mail : luudantho@yahoo.com